

WOLF, Frances

Börsegang eines deutschen Unternehmens
unter rechtlichen Gesichtspunkten

eingereicht als

BACHELORARBEIT

an der

HOCHSCHULE MITTWEIDA (FH)

UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Wirtschaftswissenschaften

Wien, 2009

Erstprüfer: Prof. Dr. rer. pol. René-Claude Urbatsch

Zweitprüfer: Prof. Dr.-Ing. Hartmut Lindner

vorgelegte Arbeit wurde verteidigt am:

Danksagung

Während des Studiums und der Erarbeitung der vorliegenden Diplomarbeit haben mich viele Personen begleitet und unterstützt. Dafür möchte ich mich ganz herzlich bedanken.

Ich möchte diese Diplomarbeit meiner Mutter Evangeline Wolf widmen, die, davon abgesehen, dass Sie mir das Studium ermöglichte, auch immer großes Interesse für meine Arbeit zeigte, und mich soweit wie möglich unterstützte.

Mein Dank gilt insbesondere auch:

Thomas Salomon und Marianne Stiskal, die mich zu meiner wirtschaftswissenschaftlichen Arbeit inspirierten, meinem Bruder Alfred Wolf sowie meinem besten Freund Niklas Seitz die mir fortwährend auch moralische Unterstützung boten.

Meinem Betreuer, Professor Dr. René-Claude Urbatsch für die freundliche Unterstützung, der mich bei der Ausarbeitung der Bachelorarbeit immer wieder einen Schritt weiter gebracht hat.

„Die größten Ereignisse,
das sind nicht unsere lautesten,
sondern unsere stillsten Stunden.“

Jean Paul

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	5
1.1.	Problemstellung.....	6
1.2.	Zielsetzung	7
1.3.	Methodisches Vorgehen.....	9
2	Grundlagen	10
2.1.	Emission.....	10
2.2.	Formale Grundlagen	20
2.3.	Rechtliche Aspekte.....	28
3	Rahmenbedingungen.....	39
3.1.	Prozessmanagement des Börsegangs	39
3.2.	Unternehmensrechtliche Voraussetzung.....	48
3.3.	Wertpapierhandelsgesetz.....	51
4	Aspekte der Umsetzung.....	55
4.1.	Bewertung der Börsefähigkeit	55
4.2.	Unternehmensbewertung	59
4.3.	Finanzmarktbewertung.....	66

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1, Quelle: Balz U. (2001), Seite 125, Eigene Darstellung.....	40
Abbildung 2, Quelle: Schlienkamp C. (2006), Seite 207, Equity Story	43
Abbildung 3, Quelle: Schlienkamp C. (2006), Seite 208, Inhalt Factbook	44
Abbildung 4, Quelle: Schlienkamp C. (2006), Seite 239, Shareholder Value Reporting	47
Abbildung 5, Quelle: Balz U. (2001), Seite 64, Vier Stufen des IPO.....	55
Abbildung 6, Quelle: Balz U. (2001), Seite 66, Verfahren der Unternehmensbewertung.....	60
Abbildung 7, Quelle: Balz U. (2001), Seite 76, Berechnung des freien Cashflows pro Jahr.....	65
Abbildung 8, Quelle: o. V. (2009), http://www.bpb.de/wissen/N202PW,0,0,Die_gr%F6%DFten_Aktienb%F6rse_n.html (30.09.2009)	67
Abbildung 9, Quelle: o. V. (2009), http://www.bpb.de/wissen/0ZUWM5,0,0,Konzentration_des_Aktienhandels.html (30.09.2009)	69
Abbildung 10, Quelle: o. V. (2009), http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/listcontent/gdb_navigation/listing/20_Going_Public/03_I-POint/59_IPO_Sentiment/page0_lc_art_ipo_sentiment.htm (30.09.2009).....	70

1 Einleitung

Der wirtschaftliche Erfolg eines Unternehmens ist im Zeitablauf besonders schwankungsanfällig. Bei börsennotierten Gesellschaften wirkt sich das vorhandene unternehmerische Risiko auf die jeweiligen Kapitalgeber aus. Meist handelt es sich um Aktionäre, also anspruchsberechtigte Personen, die an der positiven Wertschöpfung des Unternehmens interessiert sind. Trotz der instabilen Kapitalmarktsituation seit Beginn 2008 bleibt die Faszination an den Märkten mit Wertpapieren weiterhin zu spekulieren, erhalten.

Wertpapiere und deren Handelsplätze, die Börsen, bestehen schon seit hunderten von Jahren. Kaufleute fanden sich regelmäßig zusammen, um Geschäfte zu treiben. Aus diesen Geschäftstreffen der Handelstreibenden entstand die ursprüngliche Bezeichnung der Börse. Die erste Aktie wurde am 20. Mai 1602 ausgegeben, nachdem sich einige kleinere Handelsgesellschaften aus den Niederlanden und Belgien als „Vereenigde Oostindische Compagnie“ (V.O.C.) zusammenschlossen. Der Hauptsitz lag in Amsterdam und Middelburg.

V.O.C. erhielt vom niederländischen Staat unterschiedliche Hoheitsrechte wie beispielsweise für Kriegsführung, Festungsbau, Landerwerb und Handelsmonopole. Sie galt als der erste multinationale Konzern und eine der größten Handelsunternehmungen des 17. und 18. Jahrhunderts. Die wirtschaftliche Stärke der V.O.C. bestand vor allem in der Kontrolle der Gewürzroute von Hinterindien nach Europa. Nach dem Vierten Englisch-Niederländischen Krieg (1780–1784) kam die Kompanie in finanzielle Schwierigkeiten und wurde 1798 liquidiert.¹

Diese frühzeitige Handelsplattform diente als Grundlage für das heutige Wertpapiergeschäft. Die Börse ist als Rechtssubjekt für die ordnungsgemäße Durchführung des Börsenhandels verantwortlich. Angebot und Nachfrage werden innerhalb der Marktveranstaltung zusammengeführt. Dies führt dazu, dass Wertpapiergeschäfte zwischen den unterschiedlichen Handelsteilnehmern

¹ Vgl. o.V. (2009), Niederländische Ostindien-Kompanie,
URL:<http://de.wikipedia.org/wiki/Niederl%C3%A4ndische_Ostindien-Kompanie>(11.08.2009)

abgeschlossen werden können. Die Geschäfte werden von berechtigten Personen wie Händlern getätigt. Ein Börsengang bedeutet für ein Unternehmen immer die Zusammenarbeit mit einem Konsortium, welches sich der individuellen Abwicklung und Betreuung des optimalen IPO (Initial Public Offering) annimmt. Als eines der wichtigsten Motive für einen Börsengang gilt die Beschaffung neuer finanzieller Mittel für das Unternehmen. Durch die Bündelung aller Einlagen meist durch eine Gruppe von Aktionären, kommt es zur Aufbringung hoher Kapitalbeträge. Mittels solcher Kapitalaufbringungen sichern sich Unternehmen ihre Konkurrenzfähigkeit in hohem Maße, da zusätzliches Kapital neue Investitionen zulässt und Markterschließungen finanziert werden können.²

1.1. Problemstellung

Ein potenzieller Emittent hat im Vorfeld zu entscheiden ob er einen Börsengang in Betracht zieht oder nicht. Mit der Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt erwirbt der Emittent zahlreiche Vorteile. Die Erhöhung der Fungibilität der Aktien, die erleichterte Kapitalaufnahme, sowie die Steigerung des Bekanntheitsgrades sind ausschlaggebende Gründe zum Börsengang. Jedoch ergeben sich gerade im Hinblick auf die Gesellschaft Nachteile in Bezug auf Rechnungslegung, Zulassungsfolgepflichten, sowie Einfluss- und Machtverluste der bisherigen Gesellschafter. Für die Börseneinführung ist die Aktiengesellschaft die vorgegebene Rechtsform. Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen müssen daher vor jedem Börsengang vorbereitet werden.

Eine Aktiengesellschaft ist rechtlich betrachtet eine juristische Person und besitzt somit eine eigene Rechtspersönlichkeit. In dieser Funktion verpflichtet sie sich zur Übernahme von bestimmten Rechten und Pflichten gegenüber anderen. Fragen hinsichtlich Haftung, Verbindlichkeiten und Ansprüchen richten sich also direkt an die Gesellschaft und nicht an beteiligte Aktionäre. Mit der Gründung eines börsennotierten Unternehmens ergeben sich somit zahlreiche rechtliche Problemstellungen im Hinblick auf die Gesellschaft, deren Aufbau, das Emissionsvolumen, Haftungsrisiken etc.

² Schlienkamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 203 S.

Es ist sinnvoll Börsengänge zu planen und sich mit gegebenen Erfolgsfaktoren und Restriktionen vertraut zu machen. Grundlage dieser Arbeit ist es den Lebenszyklus vom Start up über die Vorbereitung von Börsegängen, die erfolgreiche Vermarktung, sowie das laufende Geschäft nach dem IPO darzustellen. In Deutschland verzeichnete man im Jahr 2000 insgesamt 153 Börseinführungen von deutschen Unternehmen. Das rasante Wachstum endete jedoch mit der Einführung des Neuen Marktes. Dies führte dazu, dass im Jahre 2004 lediglich nur 5 Börsegänge deutschlandweit zu verzeichnen waren. Im darauf folgenden Jahr wurde der Markt mit immerhin 23 erfolgreichen Börsegängen erhellt.³

Ebenso wichtig wie der Börsegang selbst, ist die Außenkommunikation des Unternehmens um entsprechende Investoren zu finden. Über wesentliche Faktoren wie beispielsweise Unternehmensphilosophie und aktuelle rechnerische Größen müssen die potenziellen Anleger informiert werden. Um effektives „Investor Relations“ realisieren zu können pflegt man regelmäßig Kontakt zum Investor. Aktionärsbriefe, Einzelgespräche mit institutionellen Investoren und Präsentationen sollen eine gute Grundlage für jede Investor – Relations – Strategie sein. Diese möglichst authentisch vermittelte Bereitschaft ermöglicht eine umfassende, transparente und kontinuierliche Kommunikation zu Investoren, Finanzanalysten, Rating - Agenturen, Anlageberatern, Finanzjournalisten etc.⁴

1.2. Zielsetzung

In dieser Bachelorarbeit soll ein ordnungsgemäßer Börsegang in Deutschland mit seinen rechtlichen, finanziellen und gesellschaftlichen Verpflichtungen dargestellt und analysiert werden. Ziel ist es, einen umfassenden und verständlichen Einblick in die notwendigen Schritte bis zum erfolgreichen Börsengang sowohl aus Sicht eines Unternehmens als auch der wichtigsten Dienstleister, besonders im rechtlichen Bereich, zu geben. Junge Wachstumsunternehmen beeinflussen den Börsenkurs durch ihre stetige

³ Ek, Ralf ; von Hoyerberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 175 S.

⁴ Ek, Ralf ; von Hoyerberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 188 S.

Veränderung und den damit entstehenden Chancen und Risiken. Die Struktur des Geschäftsmodells von jungen Unternehmen ist sehr sensibel.

Vor der Börseseinführung werden Unternehmen von Rating Agenturen bewertet. Dabei treten insbesondere bei Neugründungen die sogenannten weichen Faktoren in den Vordergrund. Dazu zählt die gesamte normative Ebene eines Unternehmens mit ihrem Leitbild, ihrer Mission und der Unternehmenskultur. Allein diese Faktoren gelten aber nicht als besonders attraktive Werttreiber für potenzielle Investoren. Es erfordert daher eine umfangreiche und offene Risikokommunikation seitens des Unternehmens um nachhaltig eine bessere Bewertung zu erhalten.⁵ Ein positiv ausgelegtes Rating beinhaltet also einen enorm hohen Wertschöpfungsfaktor.

In diesem Spannungsfeld wird unter anderem die Entscheidung gefällt ob der Börsegang für die Firma in Betracht gezogen wird oder nicht. Eine gute Beurteilung ist ebenso Voraussetzung für eine Vertrauen schaffende Atmosphäre zwischen Kapitalsuchenden und Kapitalgebern. Dem Börseaspiranten wird somit eine gewisse „Zukunftsfähigkeit“ prognostiziert und dient ebenso als Orientierung für Stakeholder. Nicht zuletzt die hohe Zahl von 39.000 Unternehmensinsolvenzen in Deutschland im Jahr 2003 verweist auf die hohen Risiken einer Unternehmensgründung.⁶ Ein internationaler Reformprozess soll daher die Finanzmarktstabilität verbessern. Als Beispiel wäre hier Basel II anzuführen. Mit dem Regelwerk des Basel II sollen ökonomische Risiken eingeschränkt werden. Jedoch gelten diese Regelungen nur für Bankeninstitute.

Bevor man sich zum eigentlichen Schritt des Going Public bereit erklärt müssen viele offene Fragen geklärt werden. Zu den wichtigsten zählen die gesellschaftsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Umsetzung. Daher soll erläutert werden, welche Schritte zu einem erfolgreichen Börsegang notwendig und durchzuführen sind.

⁵ Schlienckamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 68 S.

⁶ Schlienckamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 105 S.

1.3. Methodisches Vorgehen

Die Bachelorarbeit besteht aus drei Teilen, zum Ersten werden die Grundlagen beschrieben. Die Begriffe aus dem Börsejargon sollen für den Leser verständlich sein und keine Fragen offen lassen. Alle grundlegenden Instrumente um ein Going Public durchführen zu können sollen dargestellt und erklärt werden. Dieser Teil beinhaltet allgemeine Informationen zur Emission, Formale Grundlagen und rechtliche Aspekte. Die Motive für den Gang zur Börse und die damit verbundenen Vor- und Nachteile werden veranschaulicht. Besonderes Augenmerk wird auf die Begleiter bei Neuemissionen gelegt. Die richtige Partnerwahl ist für die Vorbereitungen von Bedeutung da diese die Unternehmen bei wichtigen Entscheidungen unterstützen und begleiten. Weiters wird ein Einblick in die Struktur der Börsenmärkte und die unterschiedlichen Handelssegmente gewährt. Zu den rechtlichen Aspekten wird die Wahl der Gesellschaftsform erläutert, welche Ausgangsposition für den Start up ist.

Der zweite Teil beschreibt die Rahmenbedingungen, welche notwendig sind um einen Börsenstart realisieren zu können. Hierbei werden der Ablauf eines Börsegangs sowie dessen unternehmensrechtliche Bedingungen geschildert, und ein Einblick in das Wertpapieraufsichtsgesetz gewährt. Eine sorgfältig erarbeitete Strategie dient als solide Grundlage vor einem Börsegang. Daher wird in diesem Teil auch das Thema Projektmanagement und der chronologische Ablauf behandelt. Es wird auch zur Bedeutung des Wertpapierhandelsgesetzes für die Akteure des Finanzmarktes Stellung bezogen.

Der dritte Teil widmet sich unterschiedlichen Bewertungsmethoden im Allgemeinen und gezielten Ratings im Hinblick auf Unternehmen und den Finanzmarkt. Zu Beginn wird die Bewertung der Börsefähigkeit mittels einer Due Diligence Prüfung erläutert. Unterschiedliche Verfahren zur Unternehmensbewertung und dessen Aussagekraft werden analysiert und dargestellt.

2 Grundlagen

2.1. Emission

Als Emission bezeichnet man im Börsenhandel die öffentliche Ausgabe von jungen oder alten Wertpapieren wie Aktien, Fondsanteile, Anleihen an einem organisierten Kapitalmarkt. Die Erstausgabe von Kapitalmarktpapieren wie etwa Aktien erfolgt am Primärmarkt.⁷ Diese Erstplatzierung geschieht ohne den Handel an der Börse. Man spricht hier von einem außerbörslichen Markt. Der wichtigste Platz für die Sekundärmärkte ist die Börse. Hier findet der eigentliche Handel von bereits emittierten Kapitalmarkttiteln nach ihrer Platzierung bei Erstbewerbern statt.

Innerhalb eines Primärmarktes wird zwischen Selbst- und Fremdemission unterschieden. Bei einer Selbstemission wendet sich der Emittent direkt an die Anlage suchenden Kapitalgeber, dies wird auch als Direktplatzierung bezeichnet. Oft wählen Hypothekenbanken diese Art von Emission, da sie Pfand- und Kommunalbriefe selbst emittieren. Bei einer Fremdemission wird der Emittent während der Durchführung des Börseganges durch eine Bank oder ein gesamtes Bankenkonsortium unterstützt. Dabei übernimmt die Bank oder das Konsortium die komplette Emission zu einem Festpreis (Übernahmekurs). „Diese wird dann dem Anlegerpublikum zu einem darüber liegendem Preis (Emissionskurs) angeboten. Damit erhält der Emittent das Kapital für seine Emission in einer Summe.“⁸ Der Emittent profitiert vom ausgedehnten Vertriebsnetz der Banken und ihrer Erfahrung. Sie sind imstande den richtigen Zeitpunkt der Platzierung zu wählen und den günstigsten Emissionspreis mittels Pricing zu ermitteln.

Die Marktorganisation und der Zugang zu den Märkten sind großteils im Börsengesetz (BörsG) geregelt. Das BörsG gehört zum ältesten Teil des Kapitalmarktrechtes. Die im BörsG beschriebenen Organisationsnormen weisen den Organen der Börse bestimmte Zuständigkeiten und Befugnisse zu.

⁷ Buck-Heeb, Petra: Kapitalmarktrecht. 3. Aufl. Heidelberg : C.F. Müller, 2009. – 25 S.

⁸ Buck-Heeb, Petra: Kapitalmarktrecht. 3. Aufl. Heidelberg : C.F. Müller, 2009. – 25 S.

Außerdem sind hier Vorschriften für das ordnungsgemäße Erstellen von Börsepreisen sowie Regelungen zum Verhältnis von Börse und ihren Nutzern (Handelsteilnehmern und Emittenten der börsennotierten Wertpapiere) zu entnehmen. „Regelmäßig liegt dem ein öffentlich-rechtliches Benutzungsverhältnis zugrunde. Daneben finden sich im BörsG aber auch anlegerschützende Normen.“⁹

Gründe für einen Börsegang

Durch einen Börsegang wird Unternehmen eine zusätzliche Kapitalaufnahme ermöglicht. Dies führt zur Verbesserung der Eigenkapitalstruktur und schafft Möglichkeiten für weiteres Wachstum. Motive für mittelständische Unternehmen einen Börsegang zu wagen liegen meist in der Nachfolgerregelung. Eine gut strukturierte Aktiengesellschaft mit einer erfolgreichen Vorstandsposition lockt auch fremdes kompetentes Management an. Vorteile ergeben sich durch die Beteiligung des fremden Managements am Kapital und Unternehmenserfolg der Gesellschaft.

Weitere Motive für eine Börsennotierung können die Steigerung der Kreditwürdigkeit und sowie die Verbesserung der Stellung gegenüber Kunden, Lieferanten und Banken sein.¹⁰ Um Übernahmen anderer Unternehmen finanzieren zu können, erhöhen viele börsennotierte Unternehmen ihr Kapital. In diesem Fall werden Aktien als Kaufpreis für das eigene Unternehmen den Gesellschaftern des Fremdunternehmens angeboten. Jedoch muss beachtet werden, dass die Börse uneingeschränkte Publizität und Transparenz von potenziellen Börseanwärtern verlangt.

Vor einer Emission muss geklärt werden ob der Börsekandidat die notwendige Börsenreife besitzt. Im Zuge dieses Prozesses werden zumeist zukunftsorientierte Analysen angewandt. Eine gute Mischung aus Unternehmenssubstanz, Ertragslage und Wachstumschancen sowie die Entwicklung steigender Kurse mit attraktiven Dividenden sprechen durchaus für einen Börsegang. Trotz der vielen wirtschaftlichen Standards und dem

⁹ Buck-Heeb, Petra: Kapitalmarktrecht. 3. Aufl. Heidelberg : C.F. Müller, 2009. – 31 S.

¹⁰ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 176 S.

Anpassungsdruck für potentielle Kandidaten, bleibt die individuelle Unternehmensgeschichte von Bedeutung.¹¹ Ein authentischer und überzeugender Werdegang bietet potenziellen Investoren damit eine überzeugende „Equity Story“, die eine Bewertung über die Stabilität des Unternehmens und des Investments zulässt.

Zu den wichtigen Größen der Unternehmensbewertung gehören auch die Ertragskraft und die Umsatzrendite des Unternehmens. Diese Werte werden aus der Vergangenheit herangezogen um auf dieser Grundlage die gegenwärtige Struktur des Unternehmens und das Potenzial für zukünftiges Wachstum einzuschätzen. Jede Prognose hinsichtlich steigender Erträge muss nachvollziehbar sein und jederzeit zu einer Überprüfung zugänglich gemacht werden. Für den Investor sollte die gewinnbringende Kapitalveranlagung des Unternehmens transparent sein, schließlich steht diesem seine Investition zur Verfügung. Für einen interessierten Investor gibt es somit einige Fragen zu klären:

- Worin exakt besteht die Wachstumsstrategie?
- Werden neue erfolgversprechende Produkte entwickelt?
- Hat eine Internationalisierung des Geschäfts Chance auf Erfolg?
- Hat das aktuelle Management in der Vergangenheit bewiesen, dass es das Unternehmen solide finanzieren und ertragswirksam führen kann?
- Welche Stellung hält das Unternehmen am Markt inne, hat es das Potenzial zum Marktführer in seinem Segment?¹²

Nach Klärung dieser Fragen lässt sich einschätzen ob ein Unternehmen für einen Börsengang geeignet ist. Eine transparente Unternehmensstruktur ist ein wichtiges Bewertungskriterium bei einem IPO und fördert das Vertrauen der Investoren. Ordnungsgemäße Buchführung und unabhängiges Controlling sollten selbstverständlich sein. Aufgrund der börserechtlichen Publizitätsanforderungen ist ein selbstständiges Berichts- und Öffentlichkeitswesen notwendig. Das Emissionskonzept sollte schlüssig und für den Investor klar verständlich sein. Um ein solches Paket zu schnüren, bedarf

¹¹ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 177 S.

¹² Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 178 S.

es der mithilfe von Experten wie Rechtsanwälten, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern oder auch Beteiligungsgesellschaften.

Beteiligungsgesellschaften

Es gibt unterschiedliche Beteiligungsgesellschaften wobei sie sich nach der Verzinsung des eingesetzten Kapitals unterscheiden. Die klassische Prägung erwirtschaftet ihre Verzinsung im Wesentlichen aus ausgeschütteten Gewinnen ihrer Unternehmensbeteiligung. Im Vordergrund steht eine Unternehmung die schnellstmöglich profitabel wirtschaftet und eine langfristige Dividendenfähigkeit gewährleisten kann. Das Anlageziel ist somit als langfristig und ertragsorientiert zu sehen. Im Fokus stehen tendenziell Mehrheiten auf der Gesellschafterebene, um Interessen der Gesellschaft nachhaltiger ausüben zu können.

Eine weitere Form der Beteiligungsgesellschaft legt weniger Wert auf laufende Beteiligungserträge aus Dividendenausschüttungen. Ihre wirtschaftliche Basis erhielt sie durch die Einführung des Neuen Marktes als Segment für Technologieunternehmen in Deutschland nach der Ratifizierung des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Durch die gewinnbringende Veräußerung von Anteilen eines Unternehmens wird eine Verzinsung aus dem eingesetzten Kapital erlangt. Im Fokus der Investitionskriterien stehen die normativen Werte des Unternehmens wie Equity Story und die Kapitalmarktfähigkeit des Managements.

Investoren obliegt es also zu entscheiden, welches Investitionsziel sie anstreben und ob diese mit der Investitionsstrategie des jeweiligen Unternehmens harmoniert. Für die Aufnahme von neuen Gesellschaftern gibt es eine Vielzahl von Gründen. Je nach Unternehmenssituation können folgende fünf Anlässe auftreten:

Arten von Beteiligungsgesellschaften

1. Die Aufnahme von einem sogenannten Venture Capital kann erfolgen wenn ein in der Regel wachstumsstarkes Unternehmen eine Expansion vorsieht. Oft handelt es sich um junge, dynamische Firmen, die über eine geringe Kapitaldecke verfügen. Neben dem Fehlen von bankbezogenen Sicherheiten mangelt es auch oft an etablierten Kundenbeziehungen. Für gewöhnlich bedienen sich Geschäftsbanken bei der Analyse ihrer potenziellen Firmenkunden retrograder Analyseinstrumente, welche die Informationen aus Geschäftsabschlüssen nutzen. Die Analyse bei jungen, wachstumsstarken Unternehmen gestaltet sich somit schwierig, da die Gründung meist nicht sehr lange zurück liegt. Vorgelegte Unternehmensplanungen lassen sich daher aufgrund fehlender Vergleichswerte nur schwer evaluieren.¹³
2. Häufig werden Beteiligungen auch zur Steigerung der Erfolgswahrscheinlichkeit des Unternehmenskonzeptes eingegangen. Unternehmer nehmen oft renommierte Beteiligungsgesellschaften als neue Investoren in ihren Gesellschafterkreis auf. Diese Entscheidung lässt sich aus dem soziologischen Phänomen des „Self-fulfilling Prophecy“ heraus erklären. Beteiligungsgesellschaften wie Venture Capital Gesellschaften, die bereits erfolgreiche Markteinführungen durchgeführt haben, wirken Erfolg versprechend auf Unternehmen.
3. Eine weitere Motivation zur Aufnahme von zusätzlichem Kapital ist das Bedürfnis nach der Vermittlung von kontinuierlichem Know-how bei selten zu treffenden Managemententscheidungen. Bei Entscheidungen über eine zukunftssträchtige Rechtsform, der Realisierung des Rechtsformwechsels in der Praxis und der Unterstützung bei nachhaltigen Personalentscheidungen etc. sind Industrie erfahrene Mitarbeiter von Venture Capital Gesellschaften in der Regel hilfreiche Ratgeber. Im Gegensatz zu anderen, externen Beratern haben Altgesellschafter und Investor Interessenskonformität, da

¹³ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 3 S.

sie an der Steigerung des Unternehmenswertes interessiert sind.¹⁴

4. In kritischen Unternehmensphasen beispielweise bei einem Sanierungsbedarf werden auch Gesellschafter aufgenommen. Für diesen Zweck bestehen eigens Sanierungsbeteiligungsgesellschaften, die erst dann in Betracht gezogen werden, wenn die Aufnahme eines Fremdkapitals, aufgrund Überschuldung oder mangels liquider Mittel, nicht mehr möglich ist. Umso früher man den Ursachen eines konkursgefährdeten Unternehmens entgegenwirkt, desto erfolgreicher sind Sanierungen. Vor der Inanspruchnahme einer Sanierungsgesellschaft sind Verhandlungen im Bezug auf Forderungsverzicht der Geschäftsbanken bzw. Zwischenfinanzierungen notwendig. Sanierungsgesellschaften sind daran interessiert aktiv das Unternehmensmanagement mitbestimmen zu können, und lösen zumeist das vorige Management ab. Nach einer erfolgreichen Sanierung ist das Ziel, der Beteiligungsgesellschaft ihre Anteile am Unternehmen wieder zu verkaufen.
5. Auf der Suche nach einer geeigneten Unternehmensnachfolge, zieht man ebenfalls fremde Unternehmensbeteiligungen in Betracht. Die Übergabe des eigenen Unternehmens erfolgt meist aufgrund fehlender Nachfolger aus dem Familienkreis oder potenzieller Anwärter. Eine Lösung dafür bietet das MBO (Management Buy-out) oder MBI (Management buy-in). Beim MBO versucht das bestehende Management in Zusammenarbeit mit einer Beteiligungsgesellschaft die Unternehmung bzw. Teilbereiche davon oder deren Produkte zu kaufen. Wenn ein außen stehendes Management mithilfe einer Beteiligungsgesellschaft eine Unternehmung bzw Teilbereiche davon kauft, nennt man dies MBI.

Arten von Beteiligungen

Man unterscheidet zwei Arten von Beteiligungen

Bei direkten Beteiligungen bezieht man sich auf die Anteile am Eigenkapital eines Unternehmens. Durch Aufnahme neuer Gesellschafter fließen zusätzliche

¹⁴ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 4 S.

Zahlungsströme an das Unternehmen. Es entsteht ein unmittelbares Beteiligungsverhältnis. Bei dieser unmittelbaren Vertragsbeziehung mit dem Unternehmen werden keine Beteiligungsgesellschaften zwischengeschaltet. Es besteht ein direkter Vertrag mit dem Emittenten. Darin wird auch die Höhe der Beteiligung festgehalten. „Ein verhandelter Kaufpreis besteht daher in der Regel aus der Zahlung einer Bareinlage zum Nennwert und eines Aufgeldes (Agio). Dieses Agio wird in die Kapitalrücklage der Unternehmung eingezahlt.“¹⁵

Eine Stille Beteiligung unterscheidet sich von der gewöhnlichen Beteiligung durch unterschiedliche Rechte und Pflichten. Diese sind ausschließlich auf das Innenverhältnis des Stillen Gesellschafters zum Unternehmen beschränkt. Der Gesellschafter hat zwar Informations- und Kontrollrechte innerhalb der Unternehmung besitzt jedoch kein Stimmrecht bei der Hauptversammlung. Die Haftung ist auf die Höhe der Einlage beschränkt. Die Einlage kann aus Geld-, Sach-, oder Dienstleistungen bestehen. Für die Überlassung der Einlage bekommt der Gesellschafter gewöhnlich eine Beteiligung am Gewinn.

In einem Außenverhältnis zum Unternehmen hält er eine Gläubigerfunktion mit Gewinnbeteiligung inne. Sofern nichts anderes vereinbart ist, nimmt der Gesellschafter nicht an der Geschäftsführung teil. Man unterscheidet zwischen einer typischen und atypischen Stillen Beteiligung.

Bei der typischen Stillen Beteiligung wird zwischen zwei Arten von Verzinsungen des Beteiligungskapitals unterschieden:

- Ein fester Zinsbestandteil gewährleistet eine Mindestverzinsung.
- Ein variabler Bestandteil führt zu einer zusätzlichen gewinnabhängigen Verzinsung in Jahren, in denen die Unternehmung sich entwickelt.¹⁶

Bei der typischen Stillen Beteiligung ist der Gesellschafter am Gewinn und je nach Vereinbarung auch am Verlust des Unternehmens beteiligt. Er hat keinen Anspruch auf das Vermögen der Gesellschaft. Es stehen ihm lediglich Kontrollrechte zu die es ihm erlauben den Jahresabschluss der Unternehmung

¹⁵ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 6 S.

¹⁶ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 7 S.

nach seiner Richtigkeit zu prüfen.

Die atypische Stille Beteiligung bietet die Möglichkeit während der Beteiligungsdauer am Vermögenszuwachs zu partizipieren. Bei dieser Form werden dem Gesellschafter umfangreiche Vermögens- und Kontrollrechte eingeräumt. Er ist am Gewinn und Verlust sowie auch am Vermögen der Gesellschaft beteiligt. Falls vereinbart, kann er auch für Verluste über die Höhe seiner Einlage haftbar gemacht werden.¹⁷

Begleiter bei Neuemissionen: Bankenkonsortien

Banken- oder Emissionskonsortien unterstützen Unternehmen bei der Realisierung von Großprojekten. In einem so genannten Konsortialvertrag werden alle Verpflichtungen vereinbart. Somit ist es eine wesentliche Aufgabe der Geschäftsführung bei einem IPO den geeigneten Partner zu finden. Wichtige Entscheidungskriterien bei der Partnerwahl sind:

- Emissionskosten
- Platzierungskraft
- das Image der jeweiligen Konsortialmitglieder
- der im Vorfeld prognostizierte Börsenwert des eigenen Unternehmens
- bisherige Erfahrung als Lead- bzw. Co-Lead-Manager

Die Aufgaben einer Konsortialbank im chronologischen Ablauf:

- Aufbau des Emissionskonzeptes
- Erarbeitung eines ausführlichen Zeitplans für die Börseneinführung und Aktienplatzierung
- Überarbeitung und eventuell Anpassung der formaljuristischen Unternehmensstrukturen
- Verfassen des Verkaufsprojektes
- Abstimmung der Platzierungsstrategie (inkl. Pricing)
- Einbeziehung der weiteren Konsortialmitglieder in den Unternehmensprozess

¹⁷ Vgl. o. V. (2009), Stille Gesellschaft,
URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Stille_Beteiligung> (24.11.2009)

- Research
- Due Diligence
- Koordination mit externen Partnern (Emissionsberatern, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern, Rechtsanwälten, Notaren, Investor Relation Agenturen, Druckereien, Handelsrichtern etc.)
- Überwachung und Koordination des Zulassungsverfahrens an der Börse und der Börseseinführung
- Gemeinsame Festlegung der Vermarktungsstrategie
- Ansprache potentieller institutioneller Kunden
- Platzierung der Aktie
- Sekundärmarktbetreuung (Betreuung nach Börsegängen)¹⁸

Vor der Inanspruchnahme von Emissionsbanken sollte der Börseanwärter bereits eine transparente interne Unternehmensstrategie festgelegt haben. Umso mehr Vorbereitung in der Planung und Umsetzung der Strategie liegt, desto eher „amortisiert“ sich das Konzept. Dies führt zu einem kompetenten und zuverlässigen Auftritt vor den Bankenkonsortien. In einem Bankenexpose oder Factbook fließen alle Informationen der gewählten Strategie ein.

Das Konzept hat die Unternehmensstrategie, Unternehmensstrukturen, komparative Konkurrenzvorteile, die aktuelle und zukünftige Markt- und Ertragssituation sowie den Kapitalbedarf zum Inhalt. Ein lückenloses Konzept dient auch als Präsentationsvorlage der Banken für Interessensgruppen in der Finanzwelt. Besonders finanzwirtschaftliche Kennzahlen zur aktuellen Situation und zukünftigen Geschäftsverläufen gelten als wichtige Kernbotschaften. Bei der Erstellung eines Factbooks kann ein Emissionsberater hilfreich sein. Dieser ist im Stande die Börsenreife einer Gesellschaft zu prüfen und unterstützt diese während der Herstellung einer börsenkompatiblen Unternehmensstruktur.

In einem „Beauty Contest“ werden die ausgewählten Banken bzw. das Konsortium eingeladen, um die Inhalte des Unternehmenskonzeptes kennen zu lernen. Darin versucht die Gesellschaft den geeigneten Konsortialpartner für den Börsengang zu gewinnen. Anlässlich dieser Begegnung informiert sich das

¹⁸ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 23 S.

Unternehmen wiederum auch über das Dienstleistungsspektrum und Know - How der Emissionsbank. „Während einer intensiven gemeinsamen Zeit in Vorbereitung eines Börsengangs ist das Gefühl der „gemeinsamen Chemie“ für den Erfolg der Emission von elementarer Bedeutung. Im Rahmen eines IPO verbringen die verantwortlichen Führungskräfte des Unternehmens mehr Zeit mit den Konsortialmitgliedern, speziell mit den Ansprechpartnern der Lead-Bank, als mit dem sonst gewohnten Business- und Privatumfeld.“¹⁹

Die im Vorfeld von den Emissionsbanken bekannt gegebenen Indikationen für den Börsenwert eines Unternehmens können unterschiedlich sein. Bei Neuemissionen werden voraussichtliche Börsenwerte angegeben, die aber nicht den tatsächlichen Ausgabewerten entsprechen müssen. Um größere Chancen hinsichtlich einer zukünftigen Zusammenarbeit mit dem Unternehmen zu erhalten werden oft höhere Indikationen zum Börsenwert von Banken ermittelt. Zum Schutz gegen diese Methode kann im Konsortialvertrag eine Klausel zur Realisierung von Emissions – Mindesterloßen für den Emittenten vereinbart werden. Der Letter of Engagement oder auch Konsortialvertrag wird zwischen dem Unternehmen und den Mitgliedern des Bankenkonsortiums geschlossen. Zumeist erfolgt diese Handlung nach einem Beauty Contest.

Inhalte eines Konsortialvertrages:

- Zeitpunkt der Emission
- Ausmaß der voraussichtlich zu erwartenden Kapitalerhöhung
- Anteil der Alteigentümer der voraussichtlich zu platzierenden Aktien
- Vergütung der Emissionsbanken
- Verpflichtung des Börsenkandidaten zum Aktienmarketing und zur Finanzkommunikation
- Vorläufige Börsenbewertung
- Haftungsregelungen zum Verkaufsprospekt
- Maßnahmen zur Kostenverteilung beim Abbruch des Börsengangs²⁰

¹⁹ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 25 S.

²⁰ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 31 S.

2.2. Formale Grundlagen

Der Neue Markt

Mit der Einführung des Neuen Marktes wurde ein neues Börsesegment geschaffen. Dies erleichterte jungen, mittelständischen Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt. Davor war eine Beschaffung von Kapital in dieser Form für Klein- und Mittelbetriebe fast nicht möglich. Für die Finanzierung des Wachstums wurde das erforderliche Kapital in den meisten Fällen von Banken in Form von Fremdkapital aufgenommen. Durch hohe Kapitalausfallsrisiken und verschärften Auflagen für Geschäftsbanken im Hinblick auf Risikovorsorge, gestaltete sich die Aufnahme von Fremdkapital für Jungunternehmer schwieriger.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht war die Schaffung eines erweiterten Sektors an der Börse zu diesem Zeitpunkt ideal. Der Neue Markt war ein Teil der Deutschen Börse, welcher 1997 im Zuge der Hochstimmung um die New Economy nach dem Vorbild der amerikanischen Technologiebörse NASDAQ angelegt wurde. Als Aktienindex (Performanceindex) sollte er das Marktsegment der Neuen Technologien widerspiegeln und jungen Unternehmen in Zukunftsbranchen, wie Informationstechnologie, Multimedia, Biotechnologie und Telekommunikation sowie Erzeuger forschungsintensiver Produkte, eine Chance der Eigenkapitalfinanzierung über einen Börsengang bieten. Die ersten beiden am Neuen Markt verkauften Aktien waren am 10. März 1997 die der Mobilcom (Telekommunikation) und Bertrandt AG (Ingenieursdienstleistungen).²¹

Unterschiede im Hinblick auf Finanzinvestoren und Kapitalbeteiligungsgesellschaften liegen in der Machtposition der Gründer bzw. Altgesellschafter. Während bei Kapitalbeteiligungsgesellschaften auch Minderheitsbeteiligungen akzeptiert werden, sind klassische Finanzinvestoren in der Regel an Mehrheitsbeteiligungen interessiert.

²¹ Vgl. o. V. (2009), Neuer Markt,
URL:<http://de.wikipedia.org/wiki/Neuer_Markt>(17.09.2009)

Bei einer Emission am Neuen Markt mit Unterstützung durch Finanzinvestoren bleibt der Einfluss von Gründermitgliedern daher gering. Beide Parteien stellen jedoch dem börsennotierten Unternehmen finanzielle Mittel in Form von Eigenkapital dar und beteiligen sich in der Regel für den Zeitraum von 4 bis 6 Jahren.

Struktur der Börsenmärkte

Man unterscheidet zwischen zwei unterschiedlichen Handelssegmenten, dem öffentlich-rechtlich organisierten Markt und den privaten Markt.

Der Neue Markt ist gemeinsam mit dem telefonischen Freiverkehr, beispielsweise der Börsenhandel an der Xetra (elektronisches Handelssystem der Deutschen Börse), ein privatrechtlich organisierter Markt. Die Regelungen des Neuen Marktes sind in den Wertpapierdienstleistungsrichtlinien der EU festgehalten. Da er als „Geregelter Markt“ gilt, besteht die Möglichkeit für alle Mitgliedstaaten der EU einen direkten Zugang zum Handel zu erhalten.

Der öffentlich rechtlich geregelte Markt unterscheidet sich in Amtlichen Handel und den Geregelter Markt.²² Der Amtliche Handel in Deutschland beinhaltet alle Dax-Werte, das sind die 30 größten und umsatzstärksten Aktiengesellschaften. Sie beinhalten mehr als 70% des Grundkapitals aller deutschen börsennotierten Gesellschaften.

Der Amtliche Handel wird durch folgende Parameter beschrieben:

- Öffentlich rechtlich organisiert
- Strikte Zulassungsvoraussetzungen
- Erhebung des Börsenpreises durch Kursmakler (öffentlich rechtliche Tätigkeit)
- Markt für etablierte inländische Gesellschaften und einige ausländische Gesellschaften

²² Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 35 S.

Der Geregelter Markt (seit 1987) ist durch nachstehende Parameter gekennzeichnet:

- Öffentlich rechtliche Organisation
- Einfachere Zulassungsvoraussetzungen
- Preisfeststellung durch freie Makler
- Zielgruppen sind Klein- und Mittelbetriebe
- Gleichsetzung der Aktien nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz, Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Einkommensteuergesetz, Bewertungsgesetz
- Markt für jüngere Unternehmen meist aus der Old Economy, die nicht am Neuen Markt gehandelt werden²³

Mit dem Regulierten Markt ist am 1. November 2007 die bislang bestehende Unterteilung der organisierten Zulassungssegmente in den Amtlichen und Geregelter Markt aufgelöst worden. Wertpapiere, die vor dem 1. November 2007 zum Geregelter oder zum Amtlichen Markt angemeldet waren, gelten seit 1. November 2007 als zum Regulierten Markt zugelassen.²⁴

Kriterien zur Marktzulassung für den deutschen Markt

Zu Beginn muss geklärt werden ob das Unternehmen in dem Staat wo es seinen Unternehmenssitz hält alle gesellschaftsrechtlichen Anforderungen erfüllt. Alle Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten für die Gestaltung einer ordentlichen Marktstruktur müssen eingehalten werden. Sollen Wertpapiere im regulierten Markt an einer Börse gehandelt werden, ist eine Zulassung sowie Einbeziehung der Geschäftsführung erforderlich. Diese ist vom Emittenten gemeinsam mit einem Emissionsbegleiter (Konsortialbank) bei dem gewünschten Haupthandelsplatz zu beantragen. Weiters muss geklärt werden ob der Zulassungsantrag gleichzeitig an einer anderen inländischen oder europäischen Börse gestellt worden ist bzw. die Absicht besteht einen zu stellen.

²³ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 36 S.

²⁴ Vgl. Vogt, E. (2009), Regulierter Markt,
URL:<<http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=44&NewsID=79>> (18.09.2009)

Inhalte eines Zulassungsantrages:

- Die Satzung der Gesellschaft
- Handelsregistrauszug
- Information zur Unternehmensgründung jener Unternehmen die jünger als zwei Jahre alt sind
- Protokolle über die der Emission zu Grunde liegenden rechtsrelevanten Beschlüsse
- Nachweise über Betriebsstörungen, Rechtsstreitigkeiten, Patente
- Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre inklusive der vollständigen Bestätigungsvermerke der Abschlussprüfer.²⁵

Zusätzlich wird zum Antrag ein Prospekt beigefügt, welcher in deutscher und englischer Sprache verfasst und veröffentlicht wird. Vor der Veröffentlichung wird dieser von der Zulassungsstelle geprüft. Informationen über die zu emittierenden Aktien und deren Rechte sowie Angaben über das Emissionsunternehmen werden hier publiziert. Es befinden sich auch Inhalte wie laufende Gerichts- und Schiedsverfahren, Innovationen auf dem Gebiet der Forschung

„Die Zulassung zum Markt regeln § 30 III BörsG und die Vorschriften der Börsenzulassungsverordnung.“²⁶ Die Anforderungen des Art. 35 EU-Durchführungsverordnung (Regelung bzgl. übertragbarer Wertpapiere) und die auf dem Börsegesetz beruhenden Regelungen der Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren müssen erfüllt werden. In der Regel sollten Unternehmen vor der Zulassung zumindest drei Jahre bestehen und vergangene Jahresabschlüsse für den Zulassungsantrag offengelegt haben. Vor der Prospekterstellung führt ein Anwalt eine Due Diligence Prüfung durch und prüft alle rechtlichen Verhältnisse der Gesellschaft. Dies dient im Wesentlichen der Prospekterstellung durch Gesellschaft und Konsortialbank.

Die Due Diligence bezeichnet die Sorgfaltspflicht von Unternehmen oder Banken, welche bei Kauf bzw. Verkauf von Unternehmensbeteiligungen oder

²⁵ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 42 S.

²⁶ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 182 S.

Börsegängen im Vorfeld geprüft wird. Zu den Inhalten der Due Diligence gehören:

- Systematische Stärken-/Schwächen Analysen des Objekts
- Analyse der Risiken des Börsengangs
- Fundierte Bewertung des Objekts

Ein genormter Prüfungsraster, der EFQM dient dem Unternehmen als Analyseinstrument. „Er ist ein Qualitätsmanagement System des Total-Quality-Management. Er wurde 1988 von der European Foundation for Quality Management (EFQM) entwickelt.“²⁷

Marktsegmente des Regulierten Marktes

Der Regulierte Markt führt unterschiedliche Teilbereiche bzw. Qualitätssegmente:

- Entry Standard
- Prime Standard
- General Standard²⁸

„Der Entry Standard ist ein deutsches, nicht amtliches, sondern privatrechtliches Börsensegment nach § 57 Börsengesetz der Frankfurter Wertpapierbörse und ein Teilsegment des Open Market. Der Entry Standard Index bildet den Kursverlauf der 30 Entry-Standard-Aktien mit den höchsten Handelsumsätzen ab.“²⁹ Im Entry Standard können nur Unternehmen zugelassen werden, die entsprechende Anforderungskriterien erfüllen und bereits erfolgreich im Freiverkehr/Open Market gelistet sind.

Im General Standard befinden sich Unternehmen, die vorwiegend nationale Investoren ansprechen wollen. Die Zulassung eines Wertpapiers zum General

²⁷ Vgl. o. V. (2009), EFQM-Modell,
URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/EFQM-Modell>> (21.09.2009)

²⁸ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 185 S.

²⁹ Vgl. o. V. (2009), Entry Standard,
URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Entry_Standard> (21.09.2009)

Standard erfolgt automatisch mit der Zulassung zum Regulierten Markt. Die Gesellschaften unterliegen den gesetzlichen Transparenzanforderungen und sind zur halbjährlichen Zwischenberichterstattung verpflichtet.

Um internationale Investorenkreise anzusprechen nutzen Unternehmen den Prime Standard. Neben den gesetzlichen Anforderungen an den Regulierten Markt sind die Unternehmen verpflichtet Quartalsberichte in deutscher und englischer Sprache vorzulegen sowie jährliche Analystenveranstaltungen und Bilanzpressekonferenzen zu arrangieren. Der Prime Standard erfordert ausgesprochen hohe internationale Transparenzanforderungen die über jene des General Standards hinaus gehen.

Bis zum FRUG von 2007 gab es keine detaillierten Transparenzregelungen für Wertpapiergeschäfte. „Das FRUG oder auch Finanzmarkt – Richtlinie – Umsetzungsgesetz dient der Umsetzung der europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) 2004/39/EG.“³⁰ Es beinhaltet umfangreiche Änderungen des Banken- und Kapitalmarktrechtes. Seit der Implementierung des Wertpapierhandelsgesetzes durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz gilt es als das bedeutendste Gesetz im Bereich des Kapitalmarktes in Deutschland. Es ändert bedeutende Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, Börsengesetzes sowie zahlreiche andere Gesetze und Verordnungen. Das FRUG trat hauptsächlich am 01.11.2007 in Kraft.

Freiverkehr/Open Market

Der Freiverkehr ist ein privatrechtlich organisierter, außerbörslicher Markt indem sich Freimakler und Handelsteilnehmer bewegen. Da dieses Segment sehr stark international positioniert ist, wurde er im Oktober 2005 zum Open Market umbenannt.

Hier können Wertpapiere gehandelt werden, die weder zum Handel im Regulierten Markt zugelassen oder einbezogen sind. Eine schriftliche Erlaubnis

³⁰ Vgl. Möllers T. (2009), Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz

URL: <http://www.jura.uni-augsburg.de/fakultaet/lehrstuehle/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/FRUG/> (21.09.2009)

der Börsenaufsichtsbehörde ist erforderlich um den ordnungsgemäßen Handel dieser Wertpapiere durchführen zu können. Die Aktien müssen im Open Market nicht auf der Grundlage eines Prospekts förmlich zugelassen, sondern lediglich in den Handel einbezogen werden. Für die Frage der Prospekterstellung ist im Hinblick auf eine Einbeziehung in den Freiverkehr entscheidend, ob die Kapitalmarkttitel öffentlich angeboten werden.

Wesentliche Einbeziehungskriterien für den Emittenten:

1. Der Antrag muss eine exakte Bezeichnung des einzubeziehenden Wertpapiers sowie Angaben über bereits bestehende Preisfestlegungen auf in- oder ausländischen Märkten haben.
2. Bei Kapitalmarkttitel, die nicht an einem organisierten Markt gehandelt werden, muss der Antragsteller Auskunft über den Emittenten geben. Diese Informationen werden in Form eines von der nationalen Aufsichtsbehörde zugelassenen Prospekts oder Exposés vorgelegt.
3. Der Antrag auf Einbeziehung muss in schriftlicher Form von einem an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassenen Handelsteilnehmer gestellt werden.
4. Der Antragsteller verpflichtet sich wesentliche Umstände bezüglich der einbezogenen Wertpapiere bzw. des Emittenten unverzüglich und schriftlich die Deutsche Börse AG zu informieren.
5. Die Publikationssprache ist Deutsch oder Englisch.

Die Einbeziehung von Kapitalmarkttitel in den Börsehandel des Open Market gehört zu den einfachsten und schnellsten Methoden um einen Börsegang realisieren zu können. Da es nur wenige formale Voraussetzungen und keine Folgepflichten für den Emittenten gibt, gilt sie als bequeme Variante.

Das Entscheidungsgremium über die Einbindung ist die Deutsche Börse AG als Freiverkehrsträger. Die Überwachung der Aktien im Open Market wird im Hinblick auf Regeln zur Insidergesetzgebung und Marktmissbrauch von der BaFin beaufsichtigt. Die Preisfestlegung überwacht die Handelsüberwachungsstelle (HüSt).³¹

³¹ Vgl. o.V. (2009), Alle FWB Teilnehmer,

Multilaterale Handelssysteme

Ein multilaterales Handelssystem wird von Handelstreibenden, Banken oder Wertpapierfirmen genutzt. Es ist eine börsenähnliche elektronische Handelsplattform welche weitgehend die gleichen Anforderungen des Regulierten Marktes erfüllt. Die Interessen einer Vielzahl von Personen welche am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten beteiligt sind, werden hier zusammengeführt. Systeme die nur den Kontakt der verschiedenen Parteien ermöglichen, sind keine multilateralen Handelssysteme. Die Abweichungen zum Regulierten Markt sind, dass keine Anforderungen bei der Handelseinbeziehung an Finanzinstrumenten und Emittenten sowie keine Zulassungsfolgepflichten bestehen. Finanzinstitute haben somit die Möglichkeit eine vereinte Handelsplattform (eigene Börse) einzurichten, an der Wertpapiere gehandelt werden.³²

Als Beispiel kann die NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) genannt werden. Gemessen an der Zahl der gelisteten Unternehmen gilt sie als größte elektronische Börse in den USA. Sie wurde 1971 als vollelektronische Handelsplattform gegründet und ist in New York untergebracht.

„Seit Februar 2008 wird die Börse von der NASDAQ OMX Group, Inc betrieben. Den Wertpapierhandel an der NASDAQ kontrolliert die United States Securities and Exchange Commission (SEC).“³³

Die Führung eines solchen Systems erfordert die Einhaltung spezieller Regelungen im Hinblick auf die Preisermittlung, Verwendung von einbezogenen Referenzpreisen und vertragsmäßiger Abwicklung der abgeschlossenen Geschäfte. Es müssen regelmäßig Kontrollen zu den Bestimmungen des Insiderhandelsverbots und zum Verbot der Marktmanipulation durchgeführt werden. Da es sich um eine Wertpapierdienstleistung handelt, bedarf es einer schriftlichen Erlaubnis der BaFin.

URL: <http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/40_Market_Participants/10_All_FWB_Participants> (24.11.2009)

³² Vgl. o. V. (2009), Multilaterales Handelssystem,

URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Multilaterales_Handelssystem> (22.09.2009)

³³ Vgl. o. V. (2009), NASDAQ,

URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>> (22.09.2009)

Die BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) mit Sitz in Bonn und Frankfurt am Main verbindet seit ihrer Gründung 2002 die Aufsicht über Banken, Versicherer und den Wertpapierhandel in einer Bundesanstalt. Sie hält die Position einer selbstständigen Anstalt des öffentlichen Rechts inne und unterliegt der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums für Finanzen. Sie handelt im öffentlichen Interesse. Zu ihrem Hauptziel gehört es, ein funktionierendes stabiles und integriertes deutsches Finanzsystem zu garantieren. Bankkunden, Versicherte und Anleger sollen dem Finanzsystem vertrauen können.³⁴ Zu den drei Organisationseinheiten der BaFin gehören Bankenaufsicht, Versicherungsaufsicht und Wertpapieraufsicht.

2.3. Rechtliche Aspekte

Die sich mit dem Börsengang verändernde Rechtslage berührt in vielen Bereichen die Rechte und Pflichten des Unternehmens, der Emissionsbegleiter und Aktionäre. Die deutsche Börsengesetzgebung dient als wichtige Grundlage und beeinflusst unterschiedliche Bereiche maßgeblich. Eine Vielzahl von börserechtlichen Normen und Pflichten müssen erfüllt werden. Diese Pflichten beruhen auf zum Teil auf gesetzlichen Regelungen, die für alle in Deutschland börsennotierten in- oder ausländischen Gesellschaften gehandelt werden. Es handelt sich um Zulassungsfolgepflichten, die im Börsengesetz (BörsG), in der Börsenzulassungs-Verordnung (BörsZulVO) und den Börseordnungen (BO) der jeweiligen Börsen in Deutschland sowie im Wertpapierprospektgesetz (WpPG) definiert werden.

Wahl der Gesellschaftsform

Um eine geeignete Ausgangsposition für den Start up zu besitzen, muss man im ersten Schritt ein börsefähiges Rechtskleid wählen. Die geeignete Gesellschaftsform um einen börsemäßigen Handel mit verkehrsfähigen Beteiligungspapieren führen zu können ist die Aktiengesellschaft (AG). „Sie ist eine Körperschaft, also eine auf Mitgliedschaft beruhende, aber als Vereinigung

³⁴ Vgl. o. V. (2009), BaFin,
URL: <http://www.bafin.de/cln_115/nn_722564> (22.09.2009)

selbstständig rechtsfähige rechtliche Einheit, die selbst als Träger von Rechten und Pflichten auftritt und vor Gericht klagen und geklagt werden kann.“³⁵ Als Kapitalgesellschaft ist sie auf ein festgelegtes Grundkapital in der Weise gestützt, dass die Haftung der Mitglieder auf dieses Kapital beschränkt ist.

Das Grundkapital wird in Form von Aktien zerlegt und wurde früher in Aktienurkunden verbrieft. Heutzutage sind physische Urkunden eher eine Seltenheit. Börsennotierte Gesellschaften verbriefen ihre Aktien oft nur in elektronisch handelbaren Globalurkunden. Im Regelfall sind die Werte übertragbar sprich fungibel. In dieser Gesellschaftsform werden eine große Anzahl von Aktionären vereint, welche eine Investition in das Unternehmen getätigt haben um Erträge zu erwirtschaften. Die Aktionäre nehmen ihre Rechte als Eigentümer wahr, indem sie von ihrem Stimmrecht bei der jährlich stattfindenden Hauptversammlung gebrauch machen. Die Geschäfte werden von besonderen Organen geführt, die sich in den Aufbau der AG unterschiedlich einfügen.

Häufig wird die Gründung einer AG im Wege einer Bargründung vorgenommen. Dabei erfüllen die Gründer Gesellschaft ihre Einlageverpflichtung durch die Zahlung von Geld. Bei einer Sachgründung erfolgt die Einlage durch Sacheinlagen wie beispielsweise durch die Einbringung eines Betriebes oder Grundstückes. Bei einer Bargründung werden im Überblick folgende rechtliche Schritte getätigt:

- Notarielle Bekundung des Gründungsprotokolls nebst Darlegung der Satzung
- Bestimmung von Aufsichtsrat, Vorstand und Abschlussprüfer
- Übernahme der Aktien und Einzahlung der anfallenden Einlagen
- Gründungsbericht und Gründungsprüfung
- Anmeldung zum Handelsregister
- Aufnahme in das Handelsregister³⁶

³⁵ Vgl. o. V. (2009), Aktiengesellschaft,
URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/Aktiengesellschaft>> (23.09.2009)

³⁶ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 13 S.

Das Gründungsprotokoll

Die Errichtung einer Gesellschaft durch eine oder mehrere Personen erfordert auch die Erstellung eines Gründungsprotokolls. Nachdem man sich über den Unternehmensgegenstand der Aktiengesellschaft und deren Namen sowie die Kapitaleinbringung durch Gesellschafter geeinigt hat, bereitet man die notwendigen Dokumente für den Notartermin vor. Gemeinsam mit der Satzung ist das Gründungsprotokoll notariell zu beurkunden. Im Anhang befindet sich ein Muster dazu.

Die Angaben im Gründungsprotokoll enthalten:

- Gründer, in der Regel benötigt man fünf Personen: Aktionär, drei Aufsichtsratsmitglieder sowie einen Vorstand. Wobei auch eine Einmann-Gründung zulässig ist. Als Gründer können natürliche und juristische Personen zB Personenhandelsgesellschaften wie OHG und KG gelten.
- Art der Aktien, Angaben zu Nennbetrags- oder Stückaktien
- Satzung der Gesellschaft
- Einzahlungsbetrag auf das Grundkapital

Neben dem Gründungsprotokoll, ist auch die Satzung zu erwähnen, die eine bedeutende Rolle in der Unternehmensgründung einnimmt. Die Satzung bezeichnet die Unternehmensverfassung der Gesellschaft. Darin sind Regelungen aufgenommen, welche für die Organisation des Unternehmens bedeutend sind. Sie darf nur dann vom Aktiengesetz abweichen wenn dieses es auch ausdrücklich zulässt. Jedoch beschränkt sich die Satzung nicht auf den vorgegebenen Mindestinhalt.

Die Satzung ist in folgende Abschnitte einzuteilen:

- Allgemeine Bedingungen (Firma, Unternehmensgegenstand, Sitz,...)
- Grundkapital und Aktien,
- Rechte und Pflichten des Vorstands,
- Organisation und Aufgaben des Aufsichtsrats,
- Einberufung und Ablauf der Hauptversammlung,

- Rechnungslegung und Gewinnverwendung.³⁷

Die Firma

Die Firma ist der Name unter dem die Gesellschaft ihre Geschäfte betreibt. Es ist zwingend erforderlich, dass die Bezeichnung AG oder Aktiengesellschaft im Namen enthalten ist. Der Name kann aus dem Gegenstand des Unternehmens gewählt werden, wie zB bei einer Personenfirma „Bauer AG“ oder bei einer Sachfirma „Maschinenbau AG“. Mischformen sind ebenso zulässig und sind in der Satzung anzuführen. „Nach allgemeinen Grundsätzen des Firmenrechts muss die Firma der Aktiengesellschaft zur Kennzeichnung der Gesellschaft geeignet sein und Unterscheidungskraft besitzen.“³⁸ Die Firma darf nicht irreführend sein und muss sich von anderen an dem gleichen Ort bestehenden, im Handelsregister eingetragenen Firmen wesentlich unterscheiden.

In der Satzung ist neben der Firma auch der Sitz der Gesellschaft anzuführen. Der Sitz hat für aktienrechtliche Verfahren oder den zuständigen Gerichtsstand eine wesentliche Bedeutung. Der Sitz muss innerhalb der Bundesrepublik Deutschland liegen, und kann dort frei gewählt werden. Eine Verlegung ins Ausland bedeutet auch eine Auflösung bzw Liquidation des Unternehmens im Inland wobei aber inländische Zweigniederlassungen in Form von Tochtergesellschaften erhalten bleiben können.

Der Gegenstand des Unternehmens bezeichnet die Tätigkeit die das Unternehmen aufnehmen will. Dieser sollte in der Satzung ausreichend konkretisiert werden. Handelt es sich beispielsweise um Industrie- oder Handelsunternehmen so sind die hergestellten bzw gehandelten Erzeugnisse anzuführen. Ein wesentlicher Grund für die genaue Angabe von Unternehmensgegenständen liegt in dem Informationsbedürfnis der Öffentlichkeit über den Tätigkeitsbereich der Gesellschaft. Der Registerrichter prüft neben der Zulässigkeit des Unternehmensgegenstandes auch ob staatliche Genehmigungen vorliegen. Diese sind zB notwendig bei der Führung von Krankenhäusern, pharmazeutischen Unternehmen oder Banken.

³⁷ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 16 S.

³⁸ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 17 S.

Grundkapital und Aktien

Das Grundkapital der Aktiengesellschaft wird auch als Nominalkapital bezeichnet. In Deutschland beträgt die Höhe des Grundkapitals mindestens 50.000 Euro und ist bei der Gründung von den Gesellschaftern des Unternehmens einzubringen. Es kann durch Bareinzahlung, Umwandlung oder Sachgründung (Immobilienwerte) aufgebracht werden. Dieses Kapital kann sich im Laufe der Geschäftstätigkeit verändern. Die Haftung der Aktiengesellschaft beschränkt sich auf das gesamte Gesellschaftsvermögen. Wobei jeder einzelne Gesellschafter nur begrenzt also mit der Höhe seiner Einlage haftet. Das eingebrachte Kapital wird als Eigenkapital in der Bilanz ausgewiesen und ist in Aktien zerlegt, welche das Mitgliedschaftsrecht des Gesellschafters verbriefen.³⁹

Man unterscheidet zwischen Nennbetragsaktien und Stückaktien. Durch Zerlegung des Grundkapitals in Aktien mit dem Mindestbetrag von 1,00 Euro pro Aktie und die Notierung an der Börse werden Finanzmittel in Form von Eigenkapital beschafft. Bei Stückaktien wird ein prozentualer Anteil des Grundkapitals des Unternehmens angegeben. Dabei wird eine Quote auf der Aktie vermerkt, da sich diese bei einer Kapitalmaßnahme wie einer Erhöhung oder Herabsetzung ändern kann.

Bei Inhaber- und Namensaktien lauten die Aktien auf den Namen des Inhabers. Um einen engeren Kontakt mit den Aktionären zu pflegen erhält er Namensaktien.⁴⁰ Nach der Eintragung in das Aktienregister ist der Aktionär der Gesellschaft auch namentlich bekannt. Somit lässt sich auch leichter der Kontakt mit dem Anteilseigner aufnehmen. Im Register sind Angaben über Name, das Geburtsdatum, die Adresse, Stückzahl der gehaltenen Aktien und der Nennbetrag zu finden.

Bei Rechtsanwalts-, Steuerberatungs-, Wirtschaftsprüfungs- und Kapitalanlagegesellschaften müssen Namensaktien ausgegeben werden. In Deutschland gibt es darüber hinaus auch Globalaktien die eine

³⁹ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 20 S.

⁴⁰ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 21 S.

Zusammenfassung mehrerer Mitgliedschaftsrechte gleicher Art und gleicher Gattung in einer einzigen Aktienurkunde mit rechtlicher Selbstständigkeit darstellen. Die Globalaktie stellt somit eine Sammelurkunde dar.

Stamm- und Vorzugsaktien haben den Vorteil, dass der Aktionär ein Stimmrecht auf der Hauptversammlung erhält. Pro Anteilseigner kann jedoch nur ein Stimmrecht gewährt werden. Gesonderte Rechte wie beispielsweise bei einer Gewinnverteilung erhält man durch den Besitz von Vorzugsaktien. Vorzug bei der Gewinnverteilung bedeutet Priorität der Vorzugsaktionäre gegenüber der Stammaktionäre bei der Ausschüttung des Bilanzgewinnes. Bevor eine Dividende an die Stammaktionäre gezahlt werden darf, ist zunächst eine in der Satzung bestimmte Dividende an die Vorzugsaktionäre zu zahlen. „In der Praxis deutscher Aktiengesellschaften ist hierbei ein fester Prozentsatz in Höhe von ca. 4 bis 6 % des Aktiennennbetrages üblich.“⁴¹

Der dreigliedrige Aufbau einer AG

Ein unverkennbares Wesensmerkmal der Aktiengesellschaft ist ihr strikter dreigliedriger Aufbau. An oberster Stelle steht der Vorstand, der die Geschäfte leitet und die Gesellschaft nach außen hin vertritt. Der Vorstand wird vom Aufsichtsrat bestellt und kontrolliert. Bei Gesellschaften mit einem Grundkapital von mehr als 3 Mio. EUR muss der Vorstand aus mindestens zwei Personen bestehen sofern die Satzung keine Einzelführung bestimmt. Bei Unternehmen die mehr als 2000 Arbeitnehmer beschäftigt muss zusätzlich ein Arbeitsdirektor als gleichberechtigtes Mitglied des Vorstandes bestellt werden.

Der Aufsichtsrat prüft ob der Vorstand die Geschäfte rechtmäßig und wirtschaftlich zweckmäßig führt. Er ist bei allen Aktiengesellschaften kraft Gesetzes Pflichtorgan. Um zu gewährleisten, dass der Aufsichtsrat seine Kontrollfunktion auch wirksam ausübt, ist es nicht erlaubt, dass ein Vorstandsmitglied gleichzeitig Mitglied des Aufsichtsrates derselben Gesellschaft ist. Gewählt wird der Aufsichtsrat von der Hauptversammlung die von sämtlichen Aktionären der Gesellschaft gebildet wird. Die

⁴¹ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 24 S.

Hauptversammlung findet einmal im Jahr statt und entscheidet über wesentliche Grundfragen welche die Gesellschaft betreffen. Es handelt sich hier um den Ort, an dem die Aktionäre ihre Rechte ausüben. Die der Hauptversammlung zustehenden Rechte sind:

- Abstimmung über Satzungsänderungen (Grundlagengeschäft), insbesondere über Kapitalmaßnahmen
- Weisung der Mitglieder des Aufsichtsrates, die den Vorstand bestellen;
- Wahl und Abberufung der Vertreter im Aufsichtsrat;
- Unterstützung des Vorstandes und des Aufsichtsrats;
- Einsatz des Bilanzgewinns;
- Genehmigung des Jahresabschlusses;
- Bestellung von Abschlussprüfer, Prüfern für Gründungsvorgänge und die Geschäftsführung des Vorstands;
- Auflösung der Gesellschaft.⁴²

Die Aktionäre müssen mindestens 30 Tage vor der Hauptversammlung offiziell dazu einberufen werden. Alle Anwesenden müssen dazu ihre Teilnahmevoraussetzungen erfüllen. Dies bedeutet mindestens 7 Tage vorher sich bei der Gesellschaft anzumelden sofern er sein Stimmrecht nicht verfallen lässt. Die technische Organisation der Hauptversammlung übernehmen die Depotbanken welche die Besitzer von Inhaberaktien einladen und dessen Stimmrechte verwalten. Weiters informieren sie durch den Versand von Geschäftsberichten die Aktionäre.

Beschließt der Aktionär sein Stimmrecht zu praktizieren, müssen die Aktien der Gesellschaft zu einem gewissen Stichtag dem „Record Date“ im Depot des Anlegers liegen. „Dies ist eine Neuregelung, die seit dem 1. November 2005 im § 123 des AktG Anwendung findet. Der 21. Tag vor der Hauptversammlung wurde als „Record Date“ festgelegt.“⁴³ Der Eingangstichtag für die Ausübung der Stimmrechte ist nun der 7. Tag vor der Hauptversammlung. Für

⁴² Vgl. o. V. (2009), Aktiengesellschaft,
URL: <[http://de.wikipedia.org/wiki/Aktiengesellschaft_\(Deutschland\)](http://de.wikipedia.org/wiki/Aktiengesellschaft_(Deutschland))> (25.09.2009)

⁴³ Vgl. o. V. (2009), Hauptversammlung,
URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/Hauptversammlung>> (28.09.2009)

Namensaktien gelten diese Regeln nicht, da sie sich im Aktienregister des Unternehmens befinden.

Weiters kann eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen werden, die auf spezielle Einladung erfolgt. Diese Versammlung findet bei speziellen Anlässen wie unerwartete Firmenübernahmen oder Fusionen sowie bei notwendigen Kapitalerhöhungen statt. Auf das Tagesgeschäft der Unternehmung haben Aktionäre und Hauptversammlung aber keinen Einfluss. Die Aktiengesellschaft ist also vom Grundsatz der „Gewaltenteilung“ dominiert: „Der Vorstand bestimmt, vom Aufsichtsrat kontrolliert, die Geschäftspolitik; die Hauptversammlung als Willensbildungsorgan der Aktionäre entscheidet dagegen nur über die Grundausrichtung der Gesellschaft.“⁴⁴

Jahresabschluss und Gewinnverwendung

Der Vorstand der Aktiengesellschaft ist verpflichtet für jedes vergangene Geschäftsjahr einen Jahresabschluss aufzustellen. Die finanzielle Lage des Unternehmens sowie sein Erfolg werden darin festgehalten. Er beinhaltet den Abschluss der Buchhaltung, die Zusammenstellung von Dokumenten zur Rechnungslegung und deren Prüfung, Bestätigung und Veröffentlichung. Bei Aktiengesellschaften sind die Hauptbestandteile des Jahresabschlusses die Bilanz, der Lagebericht sowie die Gewinn- und Verlustrechnung. Wer nicht nur im nationalen Börsensegment notiert, sollte gegebenenfalls internationale Rechnungslegungsstandards beachten und nach IFRS oder US-GAAP bilanzieren.

Die IFRS oder auch International Financial Reporting Standards ist eine internationale Rechnungslegungsvorschrift, die vom International Accounting Standard Board (IASB) heraus gegeben wird. Sie sollen unabhängig von nationalen Rechnungsvorschriften die Aufstellung international vergleichbarer Jahres- und Konzernabschlüsse regeln. Die IFRS werden von vielen Ländern zumindest für kapitalmarktorientierte Unternehmen vorgeschrieben.⁴⁵

⁴⁴ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 4 S.

⁴⁵ Vgl. o. V. (2009), IFRS,
URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/IFRS>> (28.09.2009)

Die US-GAAP oder United States Generally Accepted Accounting Principles oder auch „Allgemein anerkannte Rechnungslegungsgrundsätze der Vereinigten Staaten“ ist eine Bezeichnung für die US-amerikanischen Vorschriften der Rechnungslegung welche die Buchführung sowie den Jahresabschluss der Firmen regeln.⁴⁶

Der Jahresabschluss besitzt zwei Grundfunktionen: Er erklärt die wirtschaftliche Lage des Unternehmens und stellt die Bemessungsgrundlage für die Verteilung des Ergebnisses auf.

- Informationsfunktion: Ein Bericht zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zum Bilanzstichtag ist Basis für Planungen und künftige Entscheidungen des Unternehmens, der Anteilseigner und externer Gruppen.
- Zahlungsbemessungsfunktion: Der Jahresabschluss ist Voraussetzung für die Besteuerung des Unternehmens und für die Ermittlung von erfolgsabhängigen Auszahlungen wie Dividenden und Erfolgsbeteiligungen.⁴⁷

Die Aufstellung des Jahresabschlusses hat innerhalb von drei Monaten nach Ende des Geschäftsjahres zu erfolgen. Wählt die Gesellschaft das Kalenderjahr als Geschäftsjahr so ist der Abschluss demnach spätestens bis zum 31. März des Folgejahres zu ermitteln. Kleine Aktiengesellschaften haben sechs Monate Zeit, um den Jahresabschluss zu erstellen. Wobei auch hier gilt, wenn das gewählte Geschäftsjahr zugleich Kalenderjahr ist, so muss der Abschluss bis spätestens 30. Juni des Folgejahres erstellt werden.

Kriterien der Kleinen Aktiengesellschaft:

- Die Bilanzsumme darf nicht über EUR 4.015.000 liegen,

⁴⁶ Vgl. o. V. (2009), United States Generally Accepted Accounting Principles, URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/US_GAAP> (28.09.2009)

⁴⁷ Vgl. o. V. (2009), Jahresabschluss, URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/Jahresabschluss>> (28.09.2009)

- die Umsatzerlöse dürfen EUR 8.030.000 nicht übersteigen und
- die Gesellschaft sollte im Jahresdurchschnitt nicht mehr als 50 Arbeitnehmer beschäftigen.⁴⁸

Nach der Ermittlung des Bilanzgewinnes, geht man zur Regelung der Gewinnverwendung über. Der Vorstand hat auf der Basis des Jahresabschlusses einen Vorschlag zur Gewinnverwendung zu erarbeiten dem er danach dem Aufsichtsrat vorlegt. Geklärt werden muss, wie die Gewinnverteilung geregelt ist bzw ob das Unternehmen den Gewinn thesauriert. Die Einbehaltung des Gewinns oder Rücklagebildung wird auch Thesaurierung genannt. Sie dient zum Zweck der Selbstfinanzierung (Innenfinanzierung).

Die Hauptversammlung entscheidet über die eigentliche Verwendung des Bilanzgewinnes. Der Vorstand kann auch eine vorzeitige Ausschüttung des voraussichtlichen Bilanzgewinnes entscheiden. Somit erhalten Aktionäre den Dividendenbetrag wesentlich früher. Der Dividendenabschlag darf nur dann ausgeschüttet werden, wenn ein vorläufiger Abschluss für das vergangene Geschäftsjahr einen Jahresüberschuss erzielt.

Außerdem sind zwei Beschränkungen zu beachten:

- „Der Dividendenabschlag darf sich zum einen höchstens auf die Hälfte des Betrages belaufen, der von dem vorläufig ermittelten Jahresabschluss nach Abzug der Beträge verbleibt, die nach Gesetz und Satzung in die Gewinnrücklagen einzustellen sind.
- Zum Zweiten darf der Dividendenabschlag die Hälfte des Bilanzgewinns des Vorjahres nicht übersteigen.“⁴⁹

Falls Vorzugsaktien ohne Stimmrecht ausgegeben wurden, bedarf es hier ebenfalls einer Spezialregelung. Es wird ein Prozentanteil aus dem Bilanzgewinn festgelegt, den die Vorzugsaktionäre vorab erhalten. Daher erfolgt

⁴⁸ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 35 S.

⁴⁹ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 37 S.

die Ausschüttung des Gewinns zuerst an die Vorzugsaktionäre bevor der übrige Gewinnanteil an andere Aktionäre verstreut wird.

Eintragung in das Handelsregister

„Die Gesellschaft ist von allen Gründern sowie allen Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern zum Handelsregister anzumelden (§ 36 I AktG). Für die Anmeldung gilt der Formzwang des § 12 I HGB, das heißt die Anmeldung muss in öffentlich beglaubigter Form erfolgen.“⁵⁰ Dazu müssen alle Unterschriften der Anmeldenden in Gegenwart eines Notars geleistet werden.

Ein Beispiel zum Anmeldeformular findet sich im Anhang wieder. Für die Anmeldung zur Eintragung in das Handelsregister sollten folgende Unterlagen beigefügt werden:

- Gründungsprotokoll mit Satzung, Übernahmeerklärungen, Bestellung der Aufsichtsratsmitglieder und bei Bedarf des Abschlussprüfers
- Protokoll der Aufsichtsratssitzung über die Bestellung des Vorstands;
- Gründungsbericht;
- Prüfungsbericht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrates und falls erforderlich der Prüfungsbericht der Gründungsprüfer;
- Bestätigung für die auf das Grundkapital geleisteten Zahlungen, in der Regel durch Belege der kontoführenden Bank;
- Eventuell erforderliche staatliche Genehmigungsurkunden;
- Berechnung des Gründungsaufwandes, der von der Aktiengesellschaft zu leisten ist.⁵¹

Bei einer Bargründung einer Aktiengesellschaft fordert das Gericht die Entrichtung einer Gebühr in Höhe von EUR 240,00 die für Prüfung und Eintragung der neuen Gesellschaft notwendig sind. Nach der Eintragung in das Handelsregister handelt die Gesellschaft nun als juristische Person. Die Eintragung wird im elektronischen Bundesanzeiger und einer örtlichen Tageszeitung bekannt gemacht.

⁵⁰ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 46 S.

⁵¹ Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006. – 47 S.

3 Rahmenbedingungen

3.1. Prozessmanagement des Börsegangs

Vorrangiges Ziel der Unternehmen die einen Börsengang planen, ist die Stärkung der Eigenkapitalbasis. Mit zunehmender Verflechtung der internationalen Wirtschaftsräume steigt auch der Wettbewerbsdruck. Um in diesen bewegten Märkten erfolgreich zu bleiben, ist es von Bedeutung seine finanzielle Basis zu erweitern. Die unternehmerische Leistungsfähigkeit wird auch durch rein organisches Wachstum des Unternehmens oder die Akquisition von anderen Unternehmen gewährleistet.

Diese Faktoren zählen zu den entscheidenden Wettbewerbsvorteilen. Ein Börsegang ermöglicht klein- und mittelständische Unternehmen eine Erhöhung ihrer Bekanntheit. Dies führt zu einem deutlichen Zuwachs der Aufmerksamkeit bei Investoren, Journalisten, Kunden, Lieferanten und Mitarbeitern. Oft nehmen Mitarbeiter nach Umwandlung der Gesellschaft in eine börsennotierte AG an sogenannten Aktienoptionsmodellen teil. Eine derartige Partizipation in Form von Emissionswerten soll die Beziehung des Mitarbeiters zum Unternehmen stärken.

Strategiearbeit

Ist die Entscheidung für einen Börsegang gefallen, wird eine Strategie erarbeitet, wie das Unternehmen erfolgreich an der Börse zu platzieren ist. Ziel ist die erfolgreiche Vermarktung eines neuen Produkts: die Aktie. Die Gesellschaft konfrontiert sich generell mit einer neuen Form von Wertschöpfung. Darin bestehen unzählige Herausforderungen die das neue Marktfeld mit seinen Spielregeln und neuen Marktteilnehmern bereit hält.

So erhalten Finanzjournalisten einen bedeutenden Einblick in die Finanz- und Ertragslage der Aktiengesellschaft. Analysten und institutionelle Investoren informieren sich mittels Equity Story und dem Factbook. Ihre Investitionsentscheidung wird von der Plausibilität der Unternehmensplanung

und einem fairen Pricing der Aktie abhängig gemacht. Private Investoren wenden erhebliche Arbeitszeit mit diversen Fragen zum Unternehmen auf. Mittels Unternehmensbroschüren und Emissionsprospekten werden diese geklärt.⁵²

Aufgrund der Komplexität dieses Themas, fokussiert das Management zunehmend die Erfolgsfaktoren welche für den Börsengang entscheidend sind. Daher umgibt man sich mit einem Konsortium an potentiellen Beratern. Zum einen ist es wichtig erfahrene Emissionsberater in Form von Banken, Finanzanalysten, Fondsmanagern etc. zur Seite zu haben, welche die finanzwirtschaftliche Ausrichtung planen. Zum anderen bedient man sich zur allgemein strategischen Planung eines Topmanagements und als Bindeglied zwischen Unternehmen und Finanzwelt einen Investor Relations Manager.

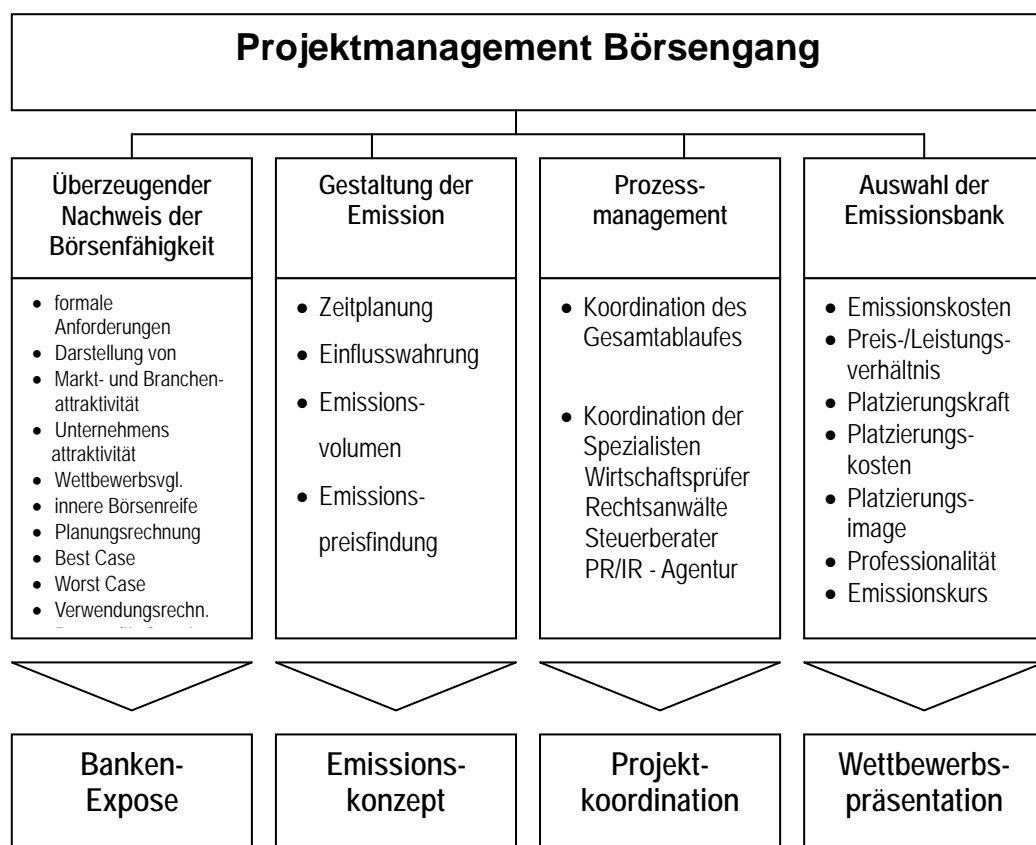


Abbildung 1, Quelle: Balz U. (2001), Seite 125, Eigene Darstellung

⁵² Schlienckamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 204 S.

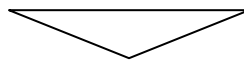
Gemeinsam ist die Erstellung eines Projektplanes zu realisieren, worin der Aufbau einer Kapitalmarktkompetenz im Vordergrund steht. „In der Regel geht jedes Unternehmen nur einmal in seiner Geschichte an die Börse, daher gibt es für den ersten Börsegang keine zweite Chance.“⁵³

Das Konsortium an Beratern findet sich im IPO – Management wieder und bietet dem Unternehmen mit seiner Kompetenz hilfreiche Unterstützung an. Es unterstützt das Management bei der Projektplanung. Unter Berücksichtigung der personellen Kapazitäten des Börsekandidaten wird ein detaillierter Zeitplan mit den einzelnen Aufgaben und Zuständigkeiten aufgestellt. Für die Vorbereitungszeit einer heutigen Emission rechnet man in etwa mit drei bis sechs Monaten. Von der Auswahl der Syndikatsmitglieder („Beauty – Contest“) bis zur Erstnotiz der Neuemission. „Generell sollten die IPO Zeitpläne der Konsortialbanken kritisch hinterfragt werden und eventuell Zeitpuffer für unvorhergesehene oder nicht vom Emittenten und Konsortialbank zu beeinflussende Ereignisse berücksichtigt werden zB durch Aufstellen von zeitlichen Best-Case und Worst-Case-Szenarien.“⁵⁴

Zeitlicher Ablauf der Platzierung

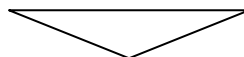
1. Absprache der Syndikatsstruktur

Konsortialführer, Größe und Aufbau des Syndikats, Kriterien für die Auswahl der Syndikatsmitglieder



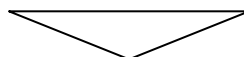
2. Fixierung des Vermarktungskonzepts

Deutscher Retailanleger, Deutsche institutionelle Investoren, Europäische institutionelle Investoren, US Investoren



3. Pre-Marketing

Research; Öffentlichkeitsarbeit, Finanzwerbekampagne, Roadshow des Research Analysten



⁵³ Schlienkamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 204 S.

⁵⁴ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 128 S.

- Veröffentlichung der Preisspanne

4. Bookbuilding

Bestimmung von Volumen und Qualität der Nachfrage, Preissensitivität, Roadshow des Managements

- Prüfung der Orderbuches, Preisfindung, Underwriting, Zuteilung

5. Platzierungstechnik

Underwriting und Zuteilung können unterschiedlich sein

6. Zweitmarktbetreuung

Greenshoe und Stabilisierung, Sekundärmarkthandel, Stetiges Research Coverage ⁵⁵

Kommunikation mit Finanzmärkten

Die Darstellung der Erfolgsgeschichte des Unternehmens oder auch Equity Story, ist für Unternehmen besonders wichtig, da das Interesse von Investoren geweckt werden muss. Dabei stehen wichtige Argumente die für ein Investment in das Unternehmen sprechen im Vordergrund. Besonderes Augenmerk wird auf die Strategie, Ertragskraft, Vision, Philosophie und die Kultur des Unternehmens gelegt. „Die Stärken des Betriebes werden herausgearbeitet, Alleinstellungsmerkmale auf den Punkt gebracht, spezifische Charakteristika des Unternehmens und des Marktes einprägsam formuliert.“⁵⁶

Innerhalb der Aktionäre, Analysten und Kapitalmarktteilnehmer erhöht eine positive Stimmung den späteren Erfolg am Börsenmarkt. Werden Unternehmensstrategie und Wachstumspotenziale des Unternehmens transparent und überzeugend vermittelt, multipliziert sich der Werbeeffect. „Zu den Multiplikatoren zählen Journalisten, Analysten und Anlageberater. Die Meinung der Multiplikatoren besitzt einen wesentlichen Einfluss auf den Erfolg

⁵⁵ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 128 S.

⁵⁶ Schlienckamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 205 S.

jedes Börsegangs.“⁵⁷ Das unmittelbare Umfeld der Unternehmung soll von seiner Leistungsstärke überzeugt sein, denn dies führt dazu potenzielle Investoren anzuwerben.

Die Equity Story dient als Kommunikationsinstrument, da alle Argumente die positiv überzeugen sollen, sich in ihr befinden. Ihre Kernaussagen sind später unverkennbarer Teil jedes Werbemittels. Die Basis des Aktienmarketings und deren Kommunikationsstrategie ist eine ausführliche Analyse des Unternehmens. Die wichtigsten Rezipienten der Equity Story sind neben institutionellen Investoren und Finanzanalysten auch private Aktionäre. Daher ist bei der Formulierung jeder Kernaussage zu beachten, dass sie verständlich und gleichzeitig signifikant formuliert ist. Die Equity Story ist ein lebendes Dokument, welches nach dem erfolgreichen IPO weiterentwickelt und kommuniziert wird. Darin finden sich neue strategische Planungen und gegebenenfalls veränderte äußere Rahmenbedingungen. Die zukünftigen Veränderungen müssen schlüssig und nachvollziehbar an die bisherige Story anknüpfen.

Die Equity Story zum Börsegang – am Beispiel der Dr. Höhle AG
Die UV-Technologie ist ein Wachstumsmarkt mit vielfältigen Anwendungsgebieten.
Höhle ist Technologieführer im Bereich photochemischer Prozessoptimierung mittels UV-Technik.
Durch wirtschaftlich entkoppelte Zielmärkte ist Höhle konjunkturell weitgehend unabhängig von der Entwicklung einzelner Märkte.
Es bestehen etablierte Kundenbeziehungen zu Technologie- und Weltmarktführern.
Die Konzentration auf die Kernkompetenz gewährleistet eine hohe Ertragskraft.
In den letzten Geschäftsjahren wurden kontinuierlich steigende Umsätze und Jahresüberschüsse erzielt.
Die UV-Technik hat erhebliche Wachstumspotentiale in angestammten und neuen Anwendungsfeldern.

Abbildung 2, Quelle: Schlienke C. (2006), Seite 207, Equity Story

⁵⁷ Schlienke, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 205 S.

In einem Investorenhandbuch oder Factbook wird jede Kernaussage der Equity Story untermauert. Sie ist ein detailliertes Nachschlagewerk über die Aktiengesellschaft und beinhaltet Angaben zum Unternehmensprofil, dem Produktspektrum, dem Marktumfeld, der Konkurrenzsituation, der Wachstumsstrategie und der Finanzdaten.

Als Informationsinstrument für institutionelle Investoren und Analysten ermöglicht sie erste Einblicke in die Gesellschaft. Darin soll die Leistungsstärke der Unternehmung transparent und überzeugend dargestellt werden.⁵⁸

Da sich die Erstellung eines solchen Handbuches als sehr zeitintensiv herausstellt, erfordert es auch verstärkten Einsatz des Projektteams. Nicht nur vor der Börseneinführung auch für zukünftige Zwecke wie beispielsweise einer Investorenpräsentation und der Pressearbeit ist es für das Unternehmen von Nutzen.

Inhalt des IPO Factbooks
Kurzbeschreibung des Unternehmens
Meilensteine der historischen Entwicklung von der Gründung bis heute
Vision des unternehmerischen Denken und Handelns
Zukunftsperspektive und (Wachstums-) Strategie
Unternehmensprofil und Konzernstruktur
Umfassende Finanzkennzahlen
Planzahlen für die zukünftige Entwicklung
Gliederung des Produktspektrums
Beschreibung des Marktumfeldes
Darstellung der Konkurrenzsituation
Detaillierte und weiterführende Hintergrundinformationen zum Markt
Equity Story
Aussagen zur Aktie und zum IPO
Auflistung von Peer Group Unternehmen
Management und Ansprechpartner für den Investor

Abbildung 3, Quelle: Schlienkamp C. (2006), Seite 208, Inhalt Factbook

⁵⁸ Schlienkamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 207 S.

Erfolgsfaktoren

Eine klare und signifikante Strategie sowohl vor als auch nach dem IPO gehört zu den unverzichtbaren Erfolgsfaktoren eines Unternehmens. Anders formuliert steigt die Gefahr einer Unternehmenskrise bei Vernachlässigung der strategischen Aspekte. Fehlende Erfolgsfaktoren und Potenziale bestimmen die Unternehmensentwicklung nachhaltig und bewirken irreversible Misserfolge und Insolvenzen.⁵⁹

Folgende kritische Erfolgsfaktoren müssen Börseaspiranten daher identifizieren:

- „Zeitpunkt der Platzierung
- Frühzeitiger Aufbau von Management Kapazitäten
- Realistische Prognosen
- Professionelle Investor Relations Arbeit
- Einbindung der Mitarbeiter in den Börsengang“⁶⁰

Wie bereits vorab in der Equity Story erwähnt, zählen ein starkes Produkt/Marktkonzept, zielgerichtete Gewinn/Ertragsorientierung und ein ausreichend qualifiziertes Management zu langfristigen Erfolgspotenzialen. Eine erfolgreiche Strategie erschließt neue Potenziale die sich in zukünftigen Cashflows gewinnwirksam niederschlagen. Die zentrale Unternehmensstrategie sollte daher die Schaffung und Erhaltung von neuen Erfolgchancen fokussieren.

Die Zielsetzungen eines Unternehmens die zum erfolgreichen IPO führen sollten ebenso wie die Strategien schriftlich fixiert werden. Der Rahmen der Gesamtzielsetzungen umfasst Markt- und Wettbewerbsziele wie Preis- und Qualitätsführerschaft, Positionierung am Markt etc. Die Ziele der Gesamtunternehmensentwicklung beinhalten zukünftiges Wachstum, angestrebter Umsatz, gewünschte Marktanteile, geographische Expansion oder erreichbare Geschäftsfelder sowie Renditeentwicklung, Umsatzrentabilität und

⁵⁹ Schlienkamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 229 S.

⁶⁰ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 129 S.

Eigen- und Gesamtkapitalsrentabilität. Die Steuerung von kritischen Erfolgsfaktoren während eines IPO führen zu einem positiven Effekt der oben genannten Erfolgsgrößen.

Durch die gegebenen Transparenzerfordernisse am Kapitalmarkt, welche in einem späteren Kapitel erklärt werden, steigen die Kommunikations- und Informationsanforderungen der Emittenten. Darüber hinaus beeinflusst eine exakt geplante und gut funktionierende Unternehmensstrategie die Anlageentscheidung der Investoren erheblich. Besonders für Unternehmen die sehr viel Wert auf Shareholder Value legen, ist eine transparente Berichterstattung und lückenlose Strategieberichterstattung unverzichtbar. Das Shareholder Value definiert sich in der Zielfunktion des Börseaspiranten. Der Aktionär steht in diesem Konzept im Mittelpunkt.

Als Eigenkapitalgeber strebt dieser nach maximalen Renditeergebnissen und beobachtet fortlaufend die Investitionsziele der Unternehmung. Die grundsätzliche Ausrichtung des Zielsystems des Unternehmens auf den Aktionär stellt die Frage nach der Messung des Aktionärsinteresses und der hierfür geeigneten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen.

Neben den Größen aus dem Jahresabschluss und dem Rechnungswesen des Unternehmens ist der Aktionär auch an einer gewissenhaften Berichterstattung interessiert. Dazu bedient man sich dem Strategic Advantage Reporting, welches sich in drei Bereiche teilt: die Zielsetzung, das Umfeld, in dem die genannten Ziele erreicht werden sollen und die Strategien, die zur Zielerreichung notwendig sind.⁶¹

⁶¹ Schlienckamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 239 S.

Strategic Advantage Reporting – ein Überblick		
Zielsetzungen	Umfeld	Strategien/Maßnahmen
<ul style="list-style-type: none"> - Marktanteilsziele - Renditeziele - Umsatzziele - Unternehmensentwicklung 	<ul style="list-style-type: none"> - Marktanalysen - Bestehende Marktanteile (eigene und die der Wettbewerber) - Erkennbare Entwicklungen mit inhärenten Chancen- und Gefährungspotenzialen 	<ul style="list-style-type: none"> - Geschäftsfeldplanung - (inkl. Angaben zu in- und externem Wachstum) - Produkt-/Serviceplanung - Personalplanung - Organisationsplanung - (F & E) - Marketing - Investitionen - Sonstige „Werttreiber“

Abbildung 4, Quelle: Schlienkamp C. (2006), Seite 239, Shareholder Value Reporting

Mit umfangreichen Informationen versuchen Unternehmen eine vertrauensvolle Basis zum Aktionär zu schaffen. Die Kapitalmarktkommunikation hat für die Investor Relations Aufgabe einen enorm hohen Stellenwert. Als Investor Relations bezeichnet man die Kontaktpflege des Emittenten zu seinen Aktionären bzw. Investoren, Analysten und Finanzmedien. Aus diesen drei Gruppen setzt sich auch die „financial community“ zusammen. Neben den gesetzlichen Veröffentlichungspflichten steigert eine aktive Unternehmenskommunikation den Bekanntheitsgrad. Wichtig ist daher, dass die Informationsvermittlung:

- glaubhaft
- aktuell,
- verständlich und
- stetig

passiert.⁶² Nach dem Best Practice Ansatz sollte eine erfolgreiche Finanzmarktkommunikation immer ein proaktives IR - Management hervorbringen.

Unterschieden wird bei IR-Maßnahmen in:

Persönliche Maßnahmen:

- Hauptversammlung
- Conference Call
- Internet Chat
- Roadshow (Unternehmenspräsentation vor potenziellen Investoren)
- Analystenkonferenz
- Pressekonferenz
- Unternehmensbesichtigungen
- Pressebesuche und Reisen

Unpersönliche Maßnahmen:

- Geschäftsberichte
- Zwischenberichte
- Ad hoc Mitteilung (verpflichtende Veröffentlichung der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc Publizität)
- Aktionärsbrief
- Presseclipping
- Unternehmensbroschüre
- Factbook
- Finanzanzeigen⁶³

3.2. Unternehmensrechtliche Voraussetzung

Die Entwicklung des Corporate Governance

Unter dem Begriff der „Corporate Governance“ wird eine Debatte geführt, die

⁶² Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 181 S.

⁶³ Schlienkamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 211 S.

ihren Ursprung in den USA der 30er Jahre des letzten Jahrhunderts findet. Im Rahmen „agency“ - Problematik wurde ein Auseinanderlaufen der Interessenslage zwischen den Aktionären („principals“) und der Unternehmensleitung („agents“) beobachtet. Daher wird angenommen, dass Aktionäre weil sie das Unternehmen nicht selbst leiten können, stets in der Gefahr sind, von der ihre eigenen Interessen strebenden Unternehmensleitung benachteiligt zu werden.⁶⁴

Die Aktionärsinteressen und jene Interessen der Leitungsorgane laufen auch heute noch auseinander. Diese Diskrepanz verlangt eine Kontroll- und Leistungsstruktur für Börsen notierende Unternehmen. Im deutschen Sprachgebrauch bedeutet die Übersetzung von Corporate Governance „Unternehmensführung“. Im Detail ist die richtige Begriffserklärung wesentlich komplexer, sie beinhaltet das Führen, Leiten und Kontrollieren des Unternehmens durch das Management.

Corporate Governance stellt die effiziente Unternehmensführung und –kontrolle auf den Prüfstand. Im Zuge der fortschreitenden Globalisierung der Wirtschaft und der weltweiten Verflechtung der Kapitalmärkte sowie die stetige Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologien entstand die Diskussion zur Corporate Governance. Die Unternehmensleitung und –kontrolle unter Corporate Governance orientiert sich an einer langfristigen Wertschöpfung und definiert diese Werthaltung auch in ihrer Unternehmenskultur. Dadurch entsteht auch eine erhebliche Innenwirkung auf das Unternehmen.

Die Regelungen berühren aber auch Werte wie Planung, Geschäftsverteilung, Steuerung und Kontrolle der Gesellschaft. Zum dem besonderen Wesensmerkmal gehören transparente und vorausschauende Informationspolitik. Die Führungsebene hat dem Wunsch der Klarheit und Transparenz in ihren Verantwortungsbereichen Folge zu leisten. In der Praxis bedeutet dies, je besser das Unternehmen geleitet und je eher das Leitungsorgan überwacht wird, desto günstiger entwickelte sich die

⁶⁴ Schlienckamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 315 S.

Börsenkapitalisierung für das Unternehmen. Eine positive Börsenkapitalisierung führt zu niedrigen Eigenkapitalkosten und damit zu einem besseren Rating des Unternehmens was ausschlaggebend für geringere Fremdkapitalkosten ist. Ein Rating wird von spezialisierten Agenturen wie Moody's, Standard & Poor's, Fitch vorgenommen. Unter anderem wird die Zahlungsfähigkeit bzw. Schuldnerqualität der zu bewertenden Gesellschaft eingestuft. Dies trägt zum Schutze der Anteilseigner Rechnung und führt letztlich auch zum Wohle aller Stakeholder. Die Regelungen der Corporate Governance stellen nunmehr einen internationalen Mindeststandard für die rechtliche, institutionelle und ordnungspolitische Verfassung eines Unternehmens dar. Sie dienen Börsen und Kapitalgebern sowie den Unternehmen auch als Orientierungshilfe.

Qualität der Unternehmenskontrolle als Bewertungsfaktor

Ein besonderer Bewertungsfaktor für die Gesellschaft ist die Unternehmenskontrolle. Darunter versteht man die Struktur der Unternehmensorgane, die Effizienz und Transparenz von Entscheidungsabläufen sowie eine faire Einflussverteilung. Die Führungsstruktur sollte im Idealbild eine ausgewogene Einflussverteilung besitzen. In deutschen Unternehmen spricht man von einer Dreiteilung. Im ersten Drittel sollten die Executives mit der eigentlichen Führung der Gesellschaft betraut sein. Das weitere Drittel sollte aus Mitgliedern bestehen, die den Interessen der Stakeholder verpflichtet sind. Im letzten Drittel sollten Independent Directors tätig sein, die als unabhängige Mitglieder fungieren.

Die in angelsächsischen Unternehmen anerkannte Berufung von Ausschüssen (so genannte Committees), ist in Unternehmen Kontinentaleuropas längst nicht die Norm. Grundlegende Ausschüsse sind der Prüfungsausschuss, der Ausschuss der über das Ausmaß der Vergütung der Führungsorgane entscheidet, sowie der Vorstands- und Personalausschuss.

Die Vergütungsformen für das Management sind erheblich verbesserungsbedürftig.⁶⁵ Im amerikanischen Raum entsteht bei fallenden

⁶⁵ Schlienckamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 323 S.

Aktienkursen eine Solidarisierung der Anleger mit den Führungskräften, da diese ihre Vergütung an den langfristigen Erfolg des Unternehmens knüpfen. Beide Parteien sind an der Steigerung des Unternehmenserfolges interessiert. Im Jahr 2001 haben 25 Prozent der US-amerikanischen Top Manager für das schlechte Geschäftsjahr überhaupt keine Tantiemen oder Boni erhalten. Dies ist in Deutschland eine bisher unbekannte Volatilität.

Der Corporate Governance Kodex

„Der deutsche Corporate Governance Kodex ist ein Novum des deutschen Rechts. Die Fragen, die sich die Verwaltungsorgane, die Aktionäre und die Investor Relations-Manager zum Kodex stellen müssen, sind vielfältig.“⁶⁶ Der erste deutsche Corporate Governance Kodex liegt seit 02.06.2005 vor. Gleichzeitig zu seiner Erstellung hat der Deutsche Bundestag weitere Reformen hinsichtlich Aktien- und Bilanzrecht, und zur Transparenz und Publizität beschlossen. Die Vorstände und Aufsichtsräte börsennotierter Aktiengesellschaften haben die gesetzliche Pflicht, sich mit den einzelnen Regelungen des Kodex auseinander zu setzen.

3.3. Wertpapierhandelsgesetz

Das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) reguliert den Wertpapierhandel in Deutschland und dient besonders der Kontrolle von Dienstleistungsunternehmen, welche mit Wertpapieren handeln, aber auch zum Schutze des Anlegers. Es bestehen Verordnungen zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs-, und Veröffentlichungspflichten sowie zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz, die Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation sowie die Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten. Weiters herrschen verschärfte Strafvorschriften für marktmanipulative Aktivitäten und Meldepflichten für unternehmenseigene Aktiengeschäfte der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder. Alle Personen die Zugang zu Insiderinformationen des Unternehmens besitzen, müssen in einem Verzeichnis geführt werden.

⁶⁶ Schlienke, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 362 S.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen

Die BaFin Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen in Deutschland übt die Aufsicht nach den Bestimmungen des WpHG aus. Ihre Zuständigkeit wird auf sämtliche Gebote und Verbote des Gesetzes ausgedehnt. Zur Durchsetzung kann sie Anordnungen treffen, die dem Zwecke dienen und erforderlich sind. Sie ist dazu befugt in Ausnahmefällen den Börsehandel auszusetzen oder den Handel mit einem Finanzinstrument gänzlich zu untersagen.

Die Bundesanstalt kann unanfechtbare Maßnahmen, die sie aufgrund Verstöße gegen Verbote oder Gebote des WpHG getroffen hat, öffentlich auf ihrer Website kundtun. Sie hält ebenso Auskunfts- und Beraterrechte inne.

Am 20. Juli 2005 veröffentlichte die BaFin die letztgültige Fassung ihres Emittentenleitfadens. Mit Ende 2004 hatte sie zunächst einen vorläufigen Entwurf präsentiert und war in Konsultationen mit Wirtschaftsverbänden und Unternehmen, Emittenten und Investoren sowie Beratern eingetreten.⁶⁷ Dieser Leitfaden soll als Hilfestellung für in- und ausländischen Emittenten, dessen Wertpapiere an der deutschen Börse zugelassen sind, dienen. Er berücksichtigt auch die geänderte Rechtslage, die sich aus der Umsetzung der EU-Marktmisbrauchsrichtlinie und ihrer Durchführungsbestimmungen durch das AnSVG Anlegerschutzverbesserungsgesetz ergibt. Die BaFin aktualisiert diesen Leitfaden regelmäßig bei Bedarf und auf Basis der aktuellen Rechtsprechung und Verwaltungspraxis.

Insiderrecht

Der Begriff „Insidertatsache“ wurde durch den Begriff Insiderhandel ersetzt. Wer Insiderinformationen besitzt darf diese beim Handel mit Insiderpapieren nicht nutzen. Weiters ist die Weitergabe von solchen Informationen ebenso unzulässig. Das Gesetz verpflichtet jeden, der mit Insiderinformationen konfrontiert wird, zu einem verantwortlichen Umgang mit diesen. Es handelt sich hierbei um Kenntnisse über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich

⁶⁷ Schlenkamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 536 S.

auf Emittenten von Insiderpapieren oder auf Insiderpapiere selbst beziehen, welche im Falle ihrer öffentlichen Verlautbarung den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich beeinflussen kann.

Das Wertpapierhandelsgesetz verbietet es:

- unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für andere zu erwerben oder zu verkaufen.
- einem anderen eine Insiderinformation ohne Befugnis mitzuteilen oder zugänglich zu machen,
- einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Kauf oder die Veräußerung von Insiderpapieren anzubieten oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.⁶⁸

Die Ausübung von Insiderhandel führt dazu die Integrität des Kapitalmarktes zu beeinträchtigen und somit die Funktionstüchtigkeit der Märkte zu gefährden. Emittenten von Finanzinstrumenten haben Verzeichnisse über solche Personen zu führen. Die Personen sind durch die Emittenten über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufzuklären.

Ad hoc-Publizität

Diese Pflicht gehört zu den Kernbereichen des WpHG. Das vorrangige Ziel ist es den Informationsstand der Marktteilnehmer durch eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung zu aktualisieren um die Verbreitung fehlerhafter Informationen ausschließen zu können. Die ad hoc-Publizitätspflicht dient dem Interesse des gesamten Anlegerpublikums und schafft Chancengleichheit und Transparenz. Mit ihrer Hilfe wird eine Präventivmaßnahme gegen den Missbrauch von Insiderinformationen geschaffen.

„Gemäß § 15 Abs. 1 Satz 1 muss ein Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen, organisierten Markt zugelassen sind oder - neu – für die er lediglich erst eine solche Zulassung beantragt hat,

⁶⁸ Vgl. o. V. (2009), Insiderhandel,
URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/Insiderhandel>> (01.10.2009)

Insiderinformationen (§ 13 Abs. 1), die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen.“⁶⁹ In dem von der BaFin erstellten Leitfaden sind die Tatbestandsvoraussetzungen für die Verpflichtung zur Veröffentlichung und Mitteilung erläutert. Publiziert werden unter anderem Geschäftsergebnisse und Informationen welche ein Preisbeeinflussungspotenzial besitzen.

Directors Dealings

Das Directors Dealings bezieht sich grundsätzlich auf die Geschäfte von Personen mit Führungsaufgaben und Personen mit Zugang zu Insiderinformationen und wesentlichen unternehmerischen Entscheidungsbefugnissen. Auch Personen die ein Nahverhältnis zu Personen mit Führungsaufgaben besitzen werden in die Veröffentlichungs- und Mitteilungspflicht einbezogen. Diese Personen sind verpflichtet der BaFin und dem Emittenten entsprechende Geschäftstätigkeiten binnen fünf Werktagen zu melden. Danach hat der Emittent die Verpflichtung die Mitteilung unverzüglich zu veröffentlichen und diese Veröffentlichung der BaFin unverzüglich zu übersenden. Die Verpflichtung zur Mitteilung gilt künftig auch bereits bei Emittenten, bei denen erst der Zulassungsantrag der Finanzinstrumente zum Börsenhandel gestellt oder öffentlich angekündigt ist.⁷⁰

Verbot der Marktmanipulation

Das Verbot der Marktmanipulation verbietet es unrichtige oder irreführende Angaben zu machen und wichtige Gegebenheiten über Finanzinstrumente zu verschweigen. Ein Unternehmen welches Informationen weitergibt muss stets bedenken in welcher Form dies geschieht und ob keine Marktmanipulation dadurch entstehen kann. Auch das Verschweigen von Umständen die für eine Bewertung von Finanzinstrumenten erheblich sind gilt als strafbar. Weiters ist es untersagt Geschäfte vorzunehmen oder Kaufs- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau zu schaffen.

⁶⁹ Schlienke, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 533 S.

⁷⁰ Schlienke, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006. – 533 S.

4 Aspekte der Umsetzung

4.1. Bewertung der Börsefähigkeit

Die Bewertung der Börsefähigkeit kann aus unterschiedlichen Blickwinkeln vorgenommen werden. Je nach Ziel und Ausgang des zu bewertenden Unternehmens können unterschiedliche Bewertungsmethoden herangezogen werden. Es ist daher notwendig sich der speziellen Situation des Unternehmens anzunehmen und richtige Bewertungsverfahren anzuwenden.

Die vier Stufen des IPO

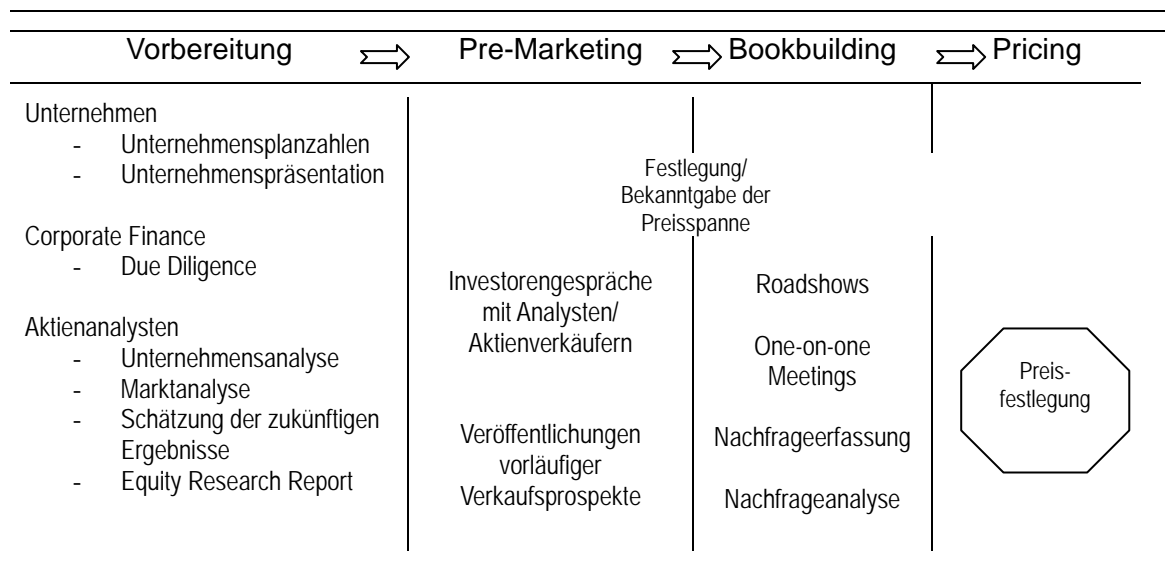


Abbildung 5, Quelle: Balz U. (2001), Seite 64, Vier Stufen des IPO

Die kommenden Kapitel befassen sich mit den Untersuchungen in der Vorbereitungsphase ob das Unternehmen börsefähig ist. Es werden die Due Diligence Prüfung und rechnerische Größen zur Unternehmensbewertung behandelt.

Due Diligence

Der Begriff Due Diligence entstammt ursprünglich dem US-amerikanischen Kapitalmarkt- und Anlegerschutzrecht. Der Securities Act vom 1933 regelte die erstmalige Ausgabe von Kapitalmarkttiteln. Nach der Rechtslage von 1933 haftete damals auch der Abschlussprüfer gegenüber den Ersterwerbern eines öffentlich angebotenen Wertpapiers für Verluste, die diesen aus dem betreffenden Wertpapier entstanden, wenn die Registrierungsangaben bei der US-Börsenaufsichtsbehörde irreführende Angaben enthielten. Die sogenannte Due Diligence Defense bot dem Abschlussprüfer die Möglichkeit, sich dieser Haftung zu entziehen, wenn er nachweisen konnte, dass er die Prüfung mit der angemessenen Sorgfalt durchgeführt hatte.⁷¹

Die Due Diligence, bezeichnet die Sorgfalt bzw. Gewissenhaftigkeit, mit der beim Kauf bzw. Verkauf von Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien oder einem Börsengang das Objekt im Vorfeld der Akquisition oder des Börsengangs geprüft wird. Due Diligence Prüfungen beinhalten eine systematische Stärken und Schwächen - Analyse des Objekts, eine Analyse der mit dem Kauf oder des Börsengangs verbundenen Risiken sowie eine sichere Bewertung des Objekts. Der Fokus bei den Bewertungen liegt bei Bilanzen, personellen und sachlichen Ressourcen, der strategischen Positionierung, rechtliche und finanzielle Risiken, und Umweltlasten.

Die Due Diligence umfasst verschiedenste Untersuchungsgebiete:

- Financial Due Diligence (Überprüfung von Finanzaufstellungen)
- Commercial Due Diligence (Produkte, Kunden, Konkurrenz, Strategie der Gesellschaft..)
- Legal Due Diligence (Rechtliche Erkundungen zu dem Bereich der Unternehmensgeschichte aber auch rechtliche Gefahren aus dem operativen Geschäft..)
- Tax Due Diligence (steuerliche Ermittlungen, zB Analyse von Steuerbescheiden, Rückstellungen, steuerliche Konstitution etc.)

⁷¹ Vgl. o. V. (2009), Due Diligence
URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Due_Diligence> (26.11.2009)

- Technical Due Diligence (zB Qualität der Produkte, Produktionsabläufe, Qualität der Leistungen...)
- Organisational Due Diligence (Aufbau und Ablauforganisation)
- Cultural Due Diligence (Analyse der Unternehmenskultur)
- Environmental Due Diligence (Umweltsituation und -risiken)⁷²

Ablauf einer Due Diligence Prüfung

Für die Due Diligence Prüfung sollte ein eigenes Projektteam zur Verfügung stehen, da diese Evaluierung sehr zeitintensiv und anspruchsvoll ist. Vor der anstehenden Prüfung sollten vertragliche Voraussetzungen zwischen Emissionsbegleiter und Börsenkandidaten geklärt sein. Es sollte jegliches Informationsmaterial vom potenziellen Emittenten zur Verfügung stehen. Im Besonderen wird ein Business Plan verlangt, indem Informationen zum unternehmerischen Vorhaben sind.

Ein qualifizierter Business Plan beinhaltet folgende Kapitel:

1. Zusammenfassung (Executive Summary): Darin sind die wichtigsten Punkte des Projekts formuliert.
2. Produkt- und Unternehmensidee: Hier wird die Produktidee vorgestellt. Zusätzlich muss der Kundennutzen, auch im Vergleich zu den Wettbewerbern erkennbar gemacht werden.
3. Management- bzw. Gründerteam: Alle Mitglieder des Teams werden mit ihren charakteristisch, für das Vorhaben, meist eine Unternehmensgründung, wichtigen Qualifikationen vorgestellt.
4. Markt und Wettbewerb: An dieser Stelle wird mit Hilfe von Markt- und Branchendaten ein verbesserter Einblick zu Konkurrenten und Kunden gegeben.
5. Marketing und Vertrieb: Hier wird zur Markteintrittsstrategie und zu einprägsamen Werbe- und Vertriebsüberlegungen ausführlich Stellung bezogen.
6. Unternehmensform: Die Gesellschaftersituation, die gewählte

⁷² Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 88 S.

Rechtsform und andere formale Punkte werden beschrieben.

7. Finanzplanung: In der Finanzplanung wird unter anderem die Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalbedarf und die Liquiditätsplanung dargestellt.
8. Risikobewertung und Alternativszenarien: Hier werden Risiken aufgeklärt und alle Angaben über alternative Entwicklungen mit Hilfe von Best case und Worst case Szenarien dargestellt.⁷³

Die Dauer einer solchen Prüfung beläuft sich auf drei bis vier Monate und wird von einem Wirtschaftsprüfer vorgenommen. Dieser führt intensive Gespräche mit der Geschäftsführung der Gesellschaft. Nach einer Betriebsbesichtigung erhält er einen Überblick über die Geschäftstätigkeit des Börseaspiranten. Dazu dienen ihm auch die Informationen in dem vom Unternehmen beigelegten Research Review und Management Letter. Vom Prüfer müssen rechtzeitig Zwischenberichte, in dem mögliche Problembereiche zu finden sind, an die Geschäftsführung ergehen.⁷⁴

Besondere Prognoseunsicherheiten aufgrund fehlender oder unzureichender Marktanalysen ergeben sich in den wachstumsstarken Bereichen wie Software, Biotechnologie und Internet. Da es kaum Vergangenheitsergebnisse zu diesen Sektoren gibt und technologische Änderungen relativ schnell die Marktsituation ändern können. Im Vorfeld des Börsegangs müssen gegebene wirtschaftliche Strukturen analysiert werden. Die Qualität des Rechnungswesen und der bestehenden EDV – Systeme des Unternehmens unterliegen ebenfalls strenger Kontrollen. Der Börsekandidat sollte sein Know How und seine technischen Ressourcen für die internationale Rechnungslegung und Konzernbilanzierung vorbereitet haben.⁷⁵

Von zentraler Bedeutung für die Unternehmensentwicklung ist die Qualifikation des Managements. Da viele Anleger ihre Investitionsentscheidungen von den persönlichen Eindrücken der Unternehmensleitung abhängig machen, unterhält

⁷³ Vgl. o. V. (2009), Geschäftsplan,

URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/Gesch%C3%A4ftsplan>> (02.10.2009)

⁷⁴ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 93 S.

⁷⁵ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 95 S.

der Prüfer regelmäßige Kommunikation zum Management. Eine überzeugende und motivierte normative Ebene des Managements trägt zur positiven Bewertung bei.

Für Emissionskandidaten die sich am Neuen Markt etablieren wollen erweist sich die Beurteilung von Business Plan und Planungsrechnung des Unternehmens als relativ schwierig. Da das angestrebte Geschäftsfeld häufig neu ist, fehlt es an zuverlässigen Marktdaten die kaum ein Urteil über Zukunftsaussichten und Wachstumsmanagement zulassen. Daher steht auch hier die persönliche Qualifikation des Managements im Fokus.

Die Due Diligence Prüfung sollte drei bis vier Monate vor dem eigentlichen Börsegang abgeschlossen sein. Zum Ende der Prüfung wird ein schriftlicher Bericht mit dem Ergebnis der Untersuchungen erstellt. Diese Abschlussbewertung erhält das Management des Unternehmens.

4.2. Unternehmensbewertung

Unternehmensbewertungen sind wesentlicher Bestandteil der Corporate Finance oder auch Unternehmensfinanzierung. Sie dienen zum Zwecke der wertorientierten Unternehmensführung (Shareholder Value) und im Rahmen der nationalen als auch internationalen Rechnungslegung. Als Corporate Finance bezeichnet man ein Spezialgebiet in der Finanzwirtschaft, welches sich mit der Kapitalstruktur, Dividendenpolitik, Investitionsentscheidungen und Unternehmensbewertungen auseinandersetzt. Die Wertermittlung von Unternehmen gestaltet sich schwierig, da diese oft ein komplexes Gebilde darstellen. Die Bereiche der Investitions-, Kapitalmarkt-, und Entscheidungstheorie sind hierbei zu berücksichtigen. Weiter wird aus verschiedenen Blickwinkeln und zu unterschiedlichen Anlässen bewertet.

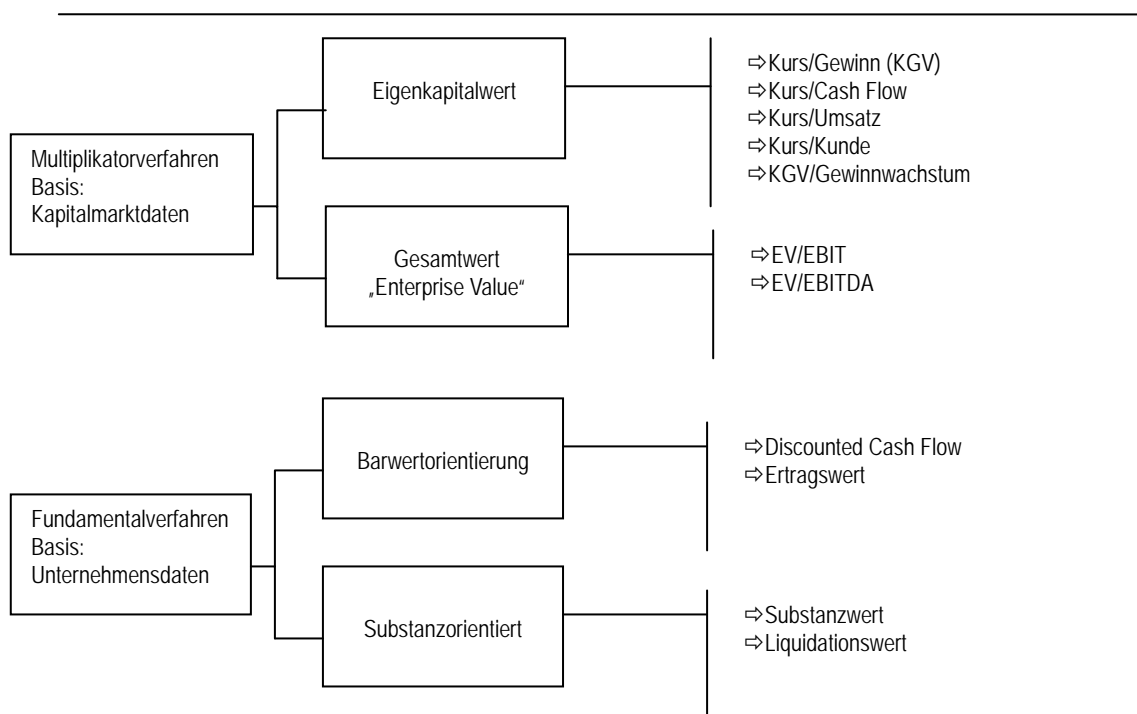
Die Interessenslagen der drei Gruppen Altaktionäre, Investoren und Banken stehen bei den Bewertungen im Vordergrund. Altaktionäre haben ein Interesse an einem möglichst hohen Emissionskurs da ihre Wertanlage dadurch steigt. Investoren erwarten möglichst niedrige Emissionskurse da ein

Vermögenszuwachs der Altaktionäre einen Vermögensnachteil für sie bedeutet. Banken erhalten einen Prozentsatz des Emissionserlöses als Provision und müssen ebenso eine reibungslose Platzierung zum Emissionskurs für den Emittenten gewährleisten.⁷⁶

Emissionspreisfindung

Bei der Erstemission am Neuen Markt werden in der Regel Minderheitsanteile für Portfolioinvestoren zur Zeichnung angeboten. Diese Anteile stammen aus dem Besitz von Altaktionären oder einer Kapitalerhöhung. Die Bewertung des Unternehmens erfolgt meist auf Basis der Due Diligence und wird häufig von Aktienanalysten der Konsortialbanken vorgenommen.

Verfahren der Unternehmensbewertung



EV = Enterprise Value; EBIT(DA) = Earnings before interest, taxes (depreciation and amortization)

Abbildung 6, Quelle: Balz U. (2001), Seite 66, Verfahren der Unternehmensbewertung

⁷⁶ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 63 S.

Im Anschluss finden sich die Ergebnisse im Research Report wieder, welcher Investoren zur Verfügung gestellt wird. Obwohl im Endeffekt der Emissionspreis von der aktuellen Marktlage abhängt, so ist die Bewertung dennoch eine wichtige Aufgabe. Da im Voraus getätigte Bewertungen die Haltung der Anleger ebenfalls beeinflussen kann. Unternehmensbewertungen sind in ihrem Ergebnis und im Hinblick auf deren Transparenz unterschiedlich. Durch die verschiedenen Bewertungsziele besteht ebenso eine Vielzahl an Verfahren welche angewendet werden.

Multiplikatorverfahren

Der Wert eines Unternehmens lässt sich wie folgt ermitteln⁷⁷:

$$UW = \text{Kenngröße des zu bewertenden Unternehmens} * (\text{Kurs/Kenngröße des Vergleichsunternehmens})$$

Das Verhältnis Kurs/Kenngröße des Vergleichsunternehmens wird auch als Multiplikator bezeichnet. Die Höhe des Multiplikators wird aus den Kapitalmarktdaten für vergleichbare börsennotierte Unternehmen ermittelt. Für die Bewertung eines Börsengangs mittels Multiplikatorverfahren müssen sechs Schritte verfolgt werden:

1. Recherche börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group)
2. Wahl einer geeigneten Kenngröße
3. Erhebung der Multiplikatoren für alle Vergleichsunternehmen
4. Ausschluss von Extremwerten (Turnaround – Situationen)
5. Bereinigung länderspezifischer Abweichungen (falls Vergleichsunternehmen zu anderen Währungsräumen mit anderen durchschnittlichen Multiplikatorhöhen gehören)
6. Ermittlung des Eigenkapitalwertes (sofern ein Multiplikator gewählt wurde, der den Gesamtwert des Unternehmens einschließlich des Fremdkapitals analysiert).⁷⁸

⁷⁷ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. –66 S.

⁷⁸ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 67 S.

„Als Peer-Group bezeichnet man eine Gruppe von Unternehmen, die auf Grund Größe, Branche und Tätigkeitsfeld mit einem zu untersuchenden Unternehmen vergleichbar ist. Solche Vergleiche sind oft im Vorfeld von Neu-Emissionen angebracht, denn sie dienen als Maßstab zur Wertermittlung.“⁷⁹

Die Kenngrößen des zu bewertenden Unternehmens werden meist für die nächsten fünf Jahre berechnet. Wobei die Multiplikatoren in den Research Berichten nur für die kommenden zwei Jahre ausgewiesen werden. Je nach Kenngröße wird entweder Eigenkapitalwert oder Gesamtwert (Eigen- und Fremdkapital) des Unternehmens berechnet. Der am häufigsten genutzte Multiplikator ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV oder Price-Earnings-Ratio). Wird bei der Berechnung nicht der Unternehmensgewinn sondern der Gewinn pro Aktie eingesetzt, so erhält man auf diese Weise eine Indikation für den Emissionspreis.

Die Basis der Ergebnisermittlung ist der Konzernabschluss, der die Situation unter Berücksichtigung von Ertrags- und Risikofaktoren widerspiegelt. Im internationalen Vergleich stellen unterschiedliche Rechnungslegungsvorschriften und verschieden standardisierte Gewinngrößen ein Hindernis dar. Um diese Verzerrung zu verhindern, wird ein internationales KGV ermittelt. Dabei wird das KGV eines Vergleichsunternehmens durch das KGV des Gesamtmarkt – KGV des Heimatlandes geteilt und dieser Quotient mit dem Gesamtmarkt – KGV des Heimatlandes des Bewertungsobjektes multipliziert.

Bei Neueinführungen am Neuen Markt fehlen zur Berechnung oft Gewinngrößen. Dies führt zum Einsatz des KUV oder Kurs-Umsatz-Verhältnisses als Multiplikator. Er setzt den Eigenkapitalwert des Unternehmens ins Verhältnis zum Umsatz des laufenden oder kommenden Jahres. Häufiger wird das KCV oder Kurs-Cashflow-Verhältnis berechnet. Dieser Multiplikator bedient sich des Cashflows eines Unternehmens und stellt die Zahlungsströme an den Investor bei der Berechnung in den Vordergrund. Ebenso gebräuchlich sind der EBIT = Earnings before interest and taxes und EBIT-DA = Earnings

⁷⁹ Vgl. o. V. (2009), Peer-Group,
URL: <<http://www.anleger-lexikon.de/wissen/peer-group.php>> (01.10.2009)

before interest, taxes depreciation and amortization.

Also Gewinn vor Steuern und Zinsen oder Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen. Diese Verfahren kompensieren unternehmenspolitische Entscheidungen wie die Wahl eines bestimmten Verschuldungsgrades oder der Nutzung von Wahlrechten bei den Abschreibungsmethoden und –zeiträumen.⁸⁰

Drei Vorteile sprechen sich für die Nutzung des Multiplikatorverfahrens aus:

- Die Bewertungsbasis ist zeitnah, da sie nicht mehr als ein bis zwei Jahre beträgt. Die Prognostizierung ist daher recht gut.
- Die Bewertungen können meist sehr rasch durchgeführt werden und sind nicht außergewöhnlich komplex.
- Viele Marktteilnehmer akzeptieren diese Bewertungsmethode.

Substanzwertverfahren

Die Fundamentalanalyse kennt zwei Verfahren zur Annäherung an den Unternehmenswert. Das Substanzwert- und das Ertragswertverfahren. „Beim Substanzwertverfahren wird aufwändig versucht, aus Bilanzzahlen das Eigenkapital – die Firmensubstanz – zu ergründen und nachzurechnen, ob der aktuelle Preis an dem vom Börseunternehmen betriebenen Markt durch die tatsächliche Substanz gedeckt ist. Diese Strategie ist nicht ohne Schwächen, zumal relevante Positionen, wie z.B. die (nicht ausgewiesenen) stillen Reserven eines Unternehmens nur geschätzt werden können. Außerdem lauert die Gefahr überhöhter Bilanzansätze, die letztlich ein falsches Bild ergeben können.“⁸¹

⁸⁰ Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 70 S.

⁸¹ Vgl. o. V. (2009), Fundamental- und Chartanalyse,
URL: <<http://www.wienerborse.at/beginner/pro/analyse.html>> (01.10.2009)

Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren beruht auf der Überlegung, dass der Unternehmenswert durch den Barwert zukünftiger Erfolge bestimmt wird. Wie bei der unten angeführten DCF – Methode wird der Wert des Eigenkapitals direkt ermittelt. Die Planung der zukünftigen Ergebnisse wird in eine Detailprognoseperiode und eine Residualperiode durch grobe Schätzung unterteilt. Die Detailprognoseperiode beträgt meist fünf- bis zehn Jahre, die Residualperiode ist auf unbestimmte Zeit geplant. Während die Ertragswertmethode und die DCF – Methode die gleichen Anforderungen an bewertungsrelevante Überschüsse stellt, unterscheiden sie sich in der Berechnung des Diskontierungssatzes. Die Ertragswertmethode wurde ursprünglich nicht für börsennotierte Unternehmen entwickelt und ermittelt subjektive Grenzpreise. Daher ist dem Diskontierungssatz ein subjektiver Risikozuschlag beizufügen.

Barwertverfahren

Die DCF - Methode oder Discounted Cashflow Methode zieht für die Unternehmensbewertung den erwirtschafteten Cashflow heran, mit der Überlegung das lediglich nur dieser für Unternehmensinvestitionen zur Verfügung steht. Zur Berechnung wird meist eine konstante Wachstumsrate des Cashflows in Höhe des Branchen- oder gesamtwirtschaftlichen Wachstums unterstellt. Mit Hilfe des Diskontierungsfaktors werden zukünftige Zahlungsströme auf ihren derzeitigen Wert abgezinst. Die Höhe des Diskontierungssatzes muss den aktuellen Opportunitätskosten der Investoren entsprechen. Dieser Zinssatz gibt die erwartete Kapitalverzinsung (für Investoren) oder die Kosten des eingesetzten Kapitals (Emittenten) wieder.

Man unterscheidet drei Varianten der DCF – Methode:

- Durch die Equity-Methode wird der direkte Weg des Eigenkapitals, indem sie ausschließlich Zahlungen für Anteilseigner betrachtet, errechnet.
- Bei der Entity-Methode wird anfangs der Unternehmensgesamtwert

berechnet und dann durch Subtraktion des Fremdkapitalwertes der Eigenkapitalwert bestimmt. Einberechnet werden alle zufließenden Cashflows von Kapitalgebern des Eigen- und Fremdkapitals.

- In der Adjusted-Present-Value oder APV - Methode wird der Unternehmenswert in seine Bestandteile gegliedert. Zuvor wird ein Eigenkapitalwert bei hypothetischer ausschließlicher Eigenkapitalfinanzierung ermittelt. Danach werden in einem weiteren Schritt die Steuervor- bzw. nachteile durch die wirkliche Finanzierungsstruktur addiert, um dann den Unternehmensgesamtwert zu errechnen. Nach Abzug des Fremdkapitals inklusive eventueller Pensionsrückstellungen erhält man im letzten Schritt den Eigenkapitalwert bei geeigneter Finanzierungsstruktur.⁸²

Umsatzerlöse
- Herstellungskosten des Umsatzes
- Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen
- Abschreibungen
= Operatives Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
- Steuern auf das operative Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
+/- Abschreibungen; Veränderungen der Rückstellungen
= Brutto – Cashflow
- Investitionen in das Anlagevermögen
-/+ Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens
= freier Cashflow („free cashflow“)

Abbildung 7, Quelle: Balz U. (2001), Seite 76, Berechnung des freien Cashflows pro Jahr

Bei dem erstmaligen Börsengang benötigt die DCF – Methode Vergleichsunternehmen, aus deren Kapitalmarktdaten die Kapitalkosten ermittelt werden. Weitere Nachteile der Prognose ergeben sich durch ihre Unsicherheit, da jährliche Cashflows in der Detailprognoseperiode ermittelt werden. Der Residualwert macht einen Großteil des Unternehmenswertes aus, Änderungen in den Annahmen über den normalisierten freien Cashflow im Ausgangsjahr der Residualperiode oder seiner Wachstumsrate führen zu

⁸² Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001. – 73 S.

deutlichen Änderungen des rechnerischen Unternehmenswertes. Die Durchführung der Berechnungen ist wesentlich komplizierter als bei dem Multiplikatorverfahren und die Kommunikation der Ergebnisse gestaltet sich aufwendig. Die DCF – Methode betrachtet einen längeren Zeitraum als ein bis zwei Jahre. Sie berücksichtigt die zeitliche Verteilung der freien Cashflows und kann ausgeprägte Investitions- und Rückzahlungsphasen richtig bewerten. Sie erlaubt die Einbeziehung von zukünftigen und aktuellen Entwicklungen.

4.3. Finanzmarktbewertung

Als Finanzmarkt bezeichnet man alle Märkte, auf denen Handel mit Kapital betrieben wird, jenes Kriterium welches ihn vom Gütermarkt unterscheidet. Das Kapital wird in Form von Geld, Wertpapieren und weiteren Finanzkontrakten gehandelt. Weiters wird in nationale und internationale Finanzmärkte gegliedert.

Internationaler Vergleich

Zu den größten fünf Aktienbörsen seit 2005 zählen:

- New York Stock Exchange
- NASDAQ
- London Stock Exchange
- Tokio
- Euronext⁸³

In dem Zeitraum zwischen 1990 und 2005 stieg der weltweite Aktienhandel von 5,7 auf 51,1 Billionen US-Dollar enorm an. Gleichzeitig veränderte sich die regionale Verteilung wesentlich. Am amerikanischen Markt dem New York Stock Exchange (NYSE) wurde die eigene Position am Weltmarkt weiter ausgebaut, auf ihn entfiel 2005 mehr als ein Viertel also 27,6 % des weltweiten Börsenhandels mit Aktien. Die Börse Tokio hingegen, die 1990 mit einem Weltmarktanteil von 22,7 % noch eine starke Position einnahm, fiel innerhalb

⁸³ Vgl. O.V. (2009), Börse,
URL: <<http://de.wikipedia.org/wiki/B%C3%B6rse>> (29.10.2009)

des Zeitraumes drastisch auf einen Weltmarktanteil von unter 10 % zurück.

„Die zunehmende Bedeutung des elektronischen Handels lässt sich besonders gut am Beispiel der US-Technologiebörse NASDAQ (National Association of Securities Dealer Automated Quotations) sehen. Während sie noch 1990 eine untergeordnete Rolle spielte, nimmt sie mittlerweile weltweit Platz zwei im Aktienhandel ein. Die beiden US-Börsen NYSE und NASDAQ kommen gemeinsam auf einen Marktanteil von gut 47 %.“⁸⁴ In Europa wurde die Position der London Stock Exchange etwas gestärkt. Die deutsche Börse hingegen 1990 noch unter den ersten fünf Rängen zu finden, verschwand aus der Führungsgruppe und fiel auf einen Weltmarktanteil von 3,8 % zurück. Im Jahre 2005 nahm die französisch-niederländisch-belgisch-portugiesische Gemeinschaftsbörse Euronext den 5. Platz in Gesamtliste ein.

Die größten Aktienbörsen

Umsatzanteile in absoluten Zahlen und in Prozent, 1990 und 2005

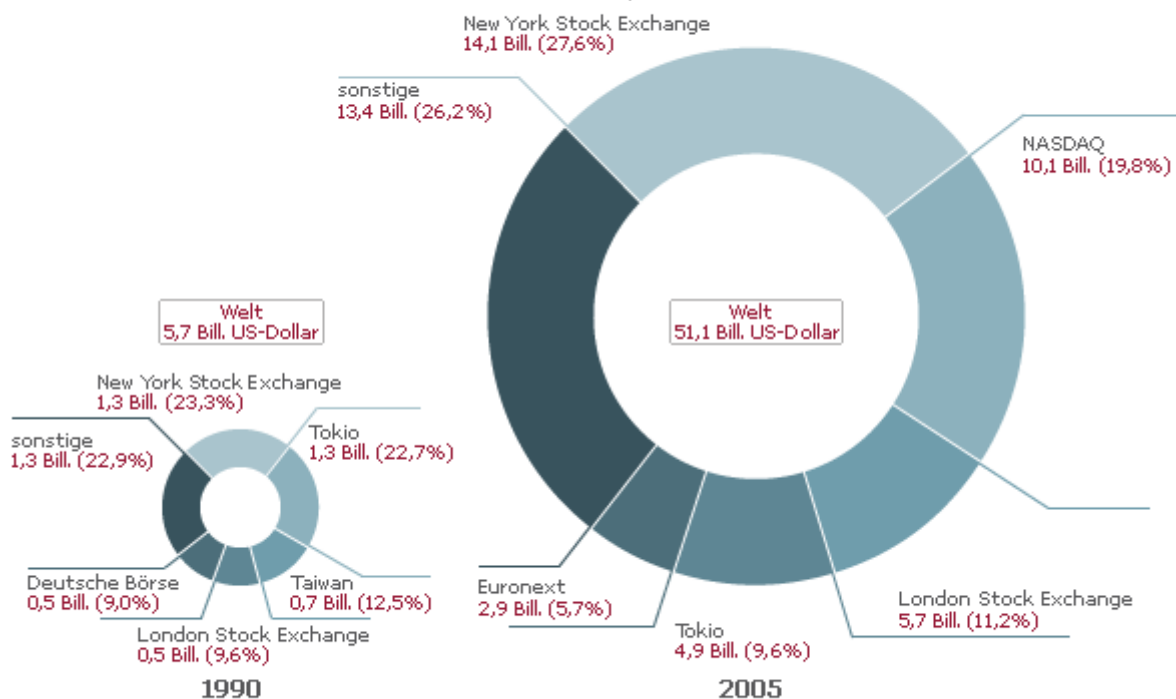


Abbildung 8, Quelle: o. V. (2009),

http://www.bpb.de/wissen/N202PW,0,0,Die_gr%F6%DFten_Aktienb%F6rsen.html (30.09.2009)

⁸⁴ Vgl. o. V. (2009), Die größten Aktienbörsen,
URL: <http://www.bpb.de/wissen/N202PW,0,0,Die_gr%F6%DFten_Aktienb%F6rsen.html>
(30.09.2009)

Der weltweite Aktienhandel hat sich im letzten Jahrzehnt sehr stark konzentriert. Seit 1990 entfallen drei Viertel des Gesamtumsatzes der 50 Aktienbörsen auf die fünf führenden Börsen. Seit 2005 generierten bei 35 der 50 Börsen 5 % der Unternehmen mit der größten Marktkapitalisierung mehr als die Hälfte des Umsatzes. In London und an der US-Börse NASDAQ lagen die Marktanteile bei über drei Vierteln. An der London Stock Exchange stieg der Umsatzanteil der notierenden Unternehmen mit dem höchsten Marktwert von 72 % im Jahr 1990 auf 86 % im Jahr 2005.

Grundlage für diese expansiven Veränderungen war dass professionelle Anleger ihre Entscheidungen an den Bewegungen der jeweiligen Index Unternehmen ausrichteten und ihr Portfolio rasch an die Veränderungen der Kurse des jeweiligen Unternehmens anpassten.

„Gezeigt werden die Anteile an der gesamten Marktkapitalisierung und am jeweiligen Aktienumsatz der 5 Prozent am Marktwert gemessen größten Unternehmen an den größten Börsen der Welt. Die Marktkapitalisierung entspricht der mit den jeweiligen Kursen bewerteten Zahl der Aktien am Jahresende an.“⁸⁵

⁸⁵ Vgl. o. V. (2009), Konzentration des Aktienhandels,
URL: <http://www.bpb.de/wissen/0ZUWM5,0,0,Konzentration_des_Aktienhandels.html>
(30.09.2009)

Konzentration des Aktienhandels

Marktkapitalisierungs- und Umsatzanteile der größten Unternehmen*, 1990, 2000 und 2005

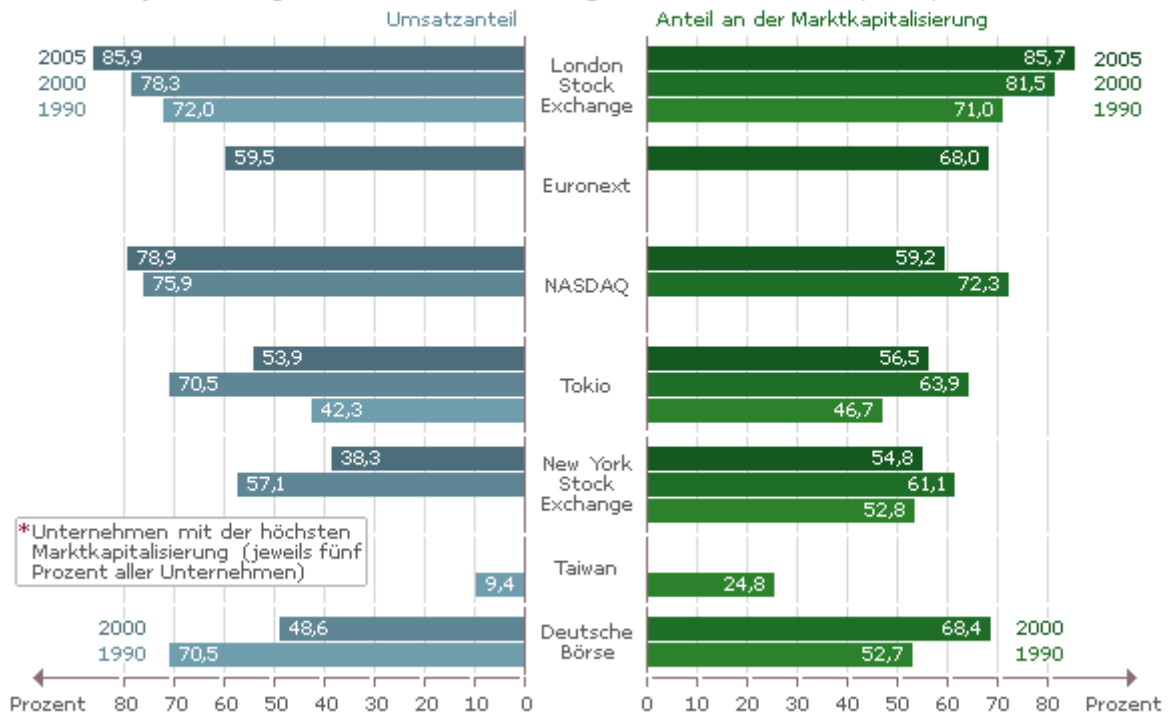


Abbildung 9, Quelle: o. V. (2009),

http://www.bpb.de/wissen/0ZUWM5.0.0,Konzentration_des_Aktienhandels.html (30.09.2009)

Deutscher Finanzmarkt

Die Notierung an der Deutschen Börse bietet optimale Bedingungen für Emittenten und Investoren. Sie zählt zu einem der effizientesten Kapitalmärkte der Welt. Die Deutsche Börse bietet Handelsaufnahmen im Entry Standard, Listings im General Standard und viele weitere Möglichkeiten erfolgreich zu emittieren. Die Kapitalmarkttitel werden auf einer paneuropäischen Plattform gehandelt und stehen im Fokus nationaler und internationaler Investoren.

Die nachstehende Grafik soll die Anzahl der Neuzugänge der Emittenten an unterschiedlichen Marktzugängen der deutschen Börse widerspiegeln und einen Überblick über die Marktkapitalisierung in diesem Zeitraum bieten.

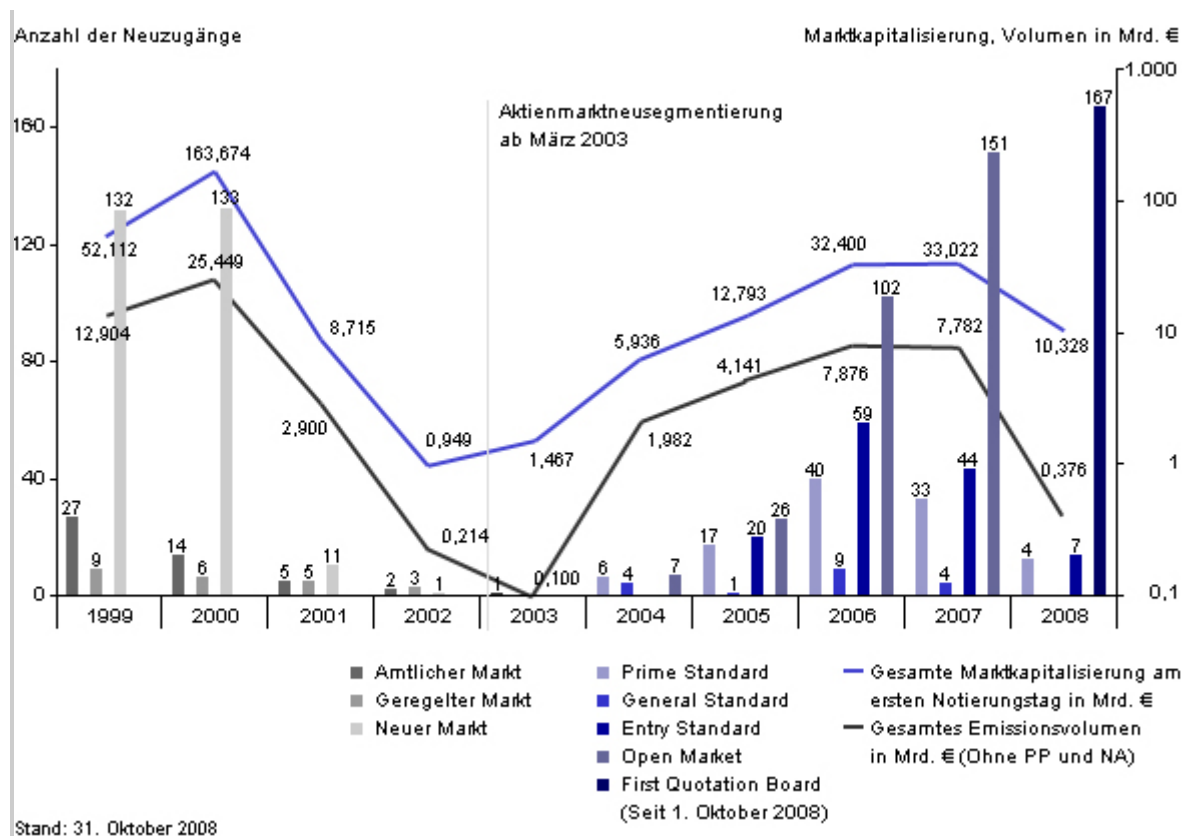


Abbildung 10, Quelle: o. V. (2009), http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/listcontent/gdb_navigation/listing/20_Going_Public/03_I-POint/59_IPO_Sentiment/page0_Ic_art_ipo_sentiment.htm (30.09.2009)

„Die Deutsche Börse hat sich zum Ziel gesetzt, die Effizienz der Märkte zu erhöhen. Mit maßgeschneiderten Marktstrukturen schafft sie ideale Bedingungen für Emittenten und Investoren, um den wachsenden Anforderungen in einem hochdynamischen, internationalen Kapitalmarkt optimal begegnen zu können.“⁸⁶

Perspektiven für den deutschen Finanzmarkt

Mit dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 verschärfte sich die Finanzkrise auf den internationalen Märkten. Bereits seit August 2007 waren Turbulenzen für alle Marktteilnehmer spürbar, jedoch führte die Situation im darauf folgenden Jahr zu einer stetigen konjunkturellen Abwärtsbewegung auf den Finanzmärkten. Die

⁸⁶ Vgl. o. V. (2009), Marktstruktur;
URL: <http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure>(30.09.2009)

Wachstumsraten gerieten ins Stocken und der Welthandel agierte rückläufig.

„Die deutsche Wirtschaft ist derzeit vom Einbruch der globalen Aktivität (auch im internationalen Vergleich) besonders stark betroffen. Wir befinden uns in der tiefsten Rezession seit der Nachkriegszeit.“⁸⁷ Nach bereits erhobenen Indikatoren, lag der BIP (Bruttoinlandsprodukt) Rückgang im ersten Quartal des Jahres 2009 deutlich höher als vergleichsweise jener des Schlussquartals 2008. Der scharfe Einbruch des Welthandels hinterließ auch hier seine Spuren, da Deutschland mit bis zu 88% mit seinen Ex- und Importen am BIP beteiligt ist. Die deutschen Staatsfinanzen gaben jedoch genügend Raum um Fiskalimpulse und die gesamtwirtschaftlichen Nachfrageausfälle zumindest teilweise zu kompensieren.

Als erhebliche Schwächen während der Finanzkrise stellten sich bei einigen Banken das mangelhafte Risikomanagement und die Nachhaltigkeit der Geschäftsmodelle heraus. Die Banken gelten als entscheidendes Bindeglied in der Finanzierungskette, sie ermöglichen der Wirtschaft etwaige Kreditbedürfnisse zu befriedigen. „Die jüngste Entwicklung am deutschen Finanzmarkt zeigt erste vorsichtige Anzeichen von Besserung. Einige Anlageklassen, unter anderem offene Immobilienfonds und Aktienfonds, verzeichnen mittlerweile wieder Nettozuflüsse bzw. Wertsteigerungen des Fondsvermögens. Wie nachhaltig dieses Widererstarken einzelner Assetkategorien ist, hängt stark davon ab, wann und inwieweit sich das Marktumfeld an den internationalen Märkten aufhellt.“⁸⁸

Ein gemeinsames Vorgehen auf internationaler Ebene soll dazu führen, mittels regulativer Maßnahmen die Krise zu überwinden. Alle relevanten Finanzinstitutionen, Instrumente und Märkte sollen hierbei reguliert und besser überwacht werden. Weiters sollen globale Rechnungslegungsstandards definiert werden. Ein mit Sorgfalt gewählter, flexibler Regulierungsrahmen für die Finanzmärkte ist aber ein entscheidender Schritt, um die

⁸⁷ Weber, Axel A.: Perspektiven für den deutschen Finanzmarkt.

Im: Vortrag auf dem Steuerberaterkongress. – Hamburg. – 2009, S. 4

⁸⁸ Weber, Axel A.: Perspektiven für den deutschen Finanzmarkt.

Im: Vortrag auf dem Steuerberaterkongress. – Hamburg. – 2009, S. 10

Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber jeglichen Schocks und Störungen zu erhöhen.

Das Ziel soll eine Wiederherstellung der globalen Finanzstabilität sein mit einem Mehr an Transparenz, erhöhtem Risikomanagement und Vertrauenssteigernden Maßnahmen.

Anlagen

1. Gründungsprotokoll bei Bargründung

Verhandelt zu Berlin am 21.09.2009

Vor mir, dem unterzeichnenden Notar N, erschienen die Herren:

1. Herr A, (Personalien)
2. Herr B,(Personalien)

Die Erschienenen wiesen sich aus durch Personalausweise.

Der Notar fragte zunächst nach einer Vorbefassung im Sinne von § 3 Abs. 1 Nr. 7 BeurkG und belehrte hierüber. Eine Vorbefassung wurde von den Erschienenen verneint.

Die Erschienenen erklären:

I.

Wir errichten eine Aktiengesellschaft unter der Firma „XYZ-AG“ mit dem Sitz in Berlin. Als Gründer stellen wir die Satzung gemäß Anlage fest.

II.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 50.000 und ist eingeteilt in 50.000 Stückaktien. Sämtliche Aktien lauten auf den Namen. Sie werden von den Erschienenen – dem verhältnismäßigen Anteil am Grundkapital entsprechend – zu einem Ausgabebetrag von EUR 1,00 je Aktie übernommen, gegen sofort in voller Höhe fällige Bareinlage. Im Einzelnen werden sämtliche Aktien der Gesellschaft wie folgt übernommen:

1. Herr A übernimmt 25.000 Aktien zum Ausgabebetrag von je EUR 1,00; die sofort fällige Bareinlage des Herrn A beträgt also insgesamt EUR 25.000;
2. Herr B übernimmt 25.000 Aktien zum Ausgabebetrag von je EUR 1,00; die sofort fällige Bareinlage des Herrn B beträgt also insgesamt EUR 25.000.

III.

Frau C und die Herren D und E werden für die Zeit bis zur Beendigung der Hauptversammlung, die über die Entlastung des Aufsichtsrates für das am 31. Dezember 2009 endende Rumpfgeschäftsjahr beschließt, zu Mitgliedern des ersten Aufsichtsrats bestellt.

(IV.

Die X-Wirtschaftsprüfungsgesellschaft AG in Berlin wird zum Abschlussprüfer für das am 31. Dezember 2009 endende Rumpfgeschäftsjahr bestellt.)

V.

Wir bevollmächtigen hiermit die Notariatsangestellten F, G und H, jeweils einzeln, alle etwa erforderliche Änderungen oder Ergänzungen dieser Urkunde, auch der Satzung, vorzunehmen und alle Eintragungen in das Handelsregister anzumelden. Die Bevollmächtigten sind von den Beschränkungen des § 181 BGB befreit.

Diese Niederschrift samt Anlage wurde von den Erschienenen in Gegenwart des Notars vorgelesen, von ihnen genehmigt und von ihnen und dem Notar eigenhändig, wie folgt, unterschrieben:

Gez. A, B

Gez. N, Notar

2. Standardsatzung für die Gründung einer Aktiengesellschaft

I. Allgemeine Bestimmungen

§ 1 Firma, Sitz und Geschäftsjahr

- (1) Die Gesellschaft führt die Firma „XYZ-AG“.
- (2) Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Berlin.
- (3) Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr

§ 2 Gegenstand des Unternehmens

- (1) Gegenstand des Unternehmens sind die Herstellung und der Vertrieb von _____
- (2) Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die dem Gegenstand des Unternehmens dienen. Sie kann zu diesem Zweck auch Zweigniederlassungen errichten oder andere Unternehmen gründen, erwerben und sich an ihnen beteiligen.

§ 3 Bekanntmachungen

Bekanntmachungen der Gesellschaft erfolgen ausschließlich im elektronischen Bundesanzeiger.

II. Grundkapital und Aktien

§ 4 Höhe und Einteilung des Grundkapitals

- (1) Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 50.000 und ist eingeteilt in 50.000 Stückaktien. Die Aktien der Gesellschaft lauten auf den Namen.
- (2) Der Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung seines Anteils ist ausgeschlossen.

III. Vorstand

§ 5 Der Vorstand

- (1) Der Vorstand besteht aus einer oder mehreren Personen. Die Zahl der Mitglieder des Vorstands bestimmt der Aufsichtsrat. Auch wenn das Grundkapital der Gesellschaft mehr als EUR 3.000.000 beträgt, kann der Aufsichtsrat bestimmen, dass der Vorstand nur aus einer Person besteht.
- (2) Der Aufsichtsrat kann eine Geschäftsordnung für den Vorstand erlassen. Er hat die Art von Geschäften zu bestimmen, die der Vorstand nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats vornehmen darf.

§ 6 Vertretung

Ist nur ein Vorstandsmitglied bestellt, so vertritt diese die Gesellschaft allein. Besteht der Vorstand aus mehreren Personen, wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten.

IV. Aufsichtsrat

§ 7 Zusammensetzung, Amtsdauer, Geschäftsordnung

- (1) Der Aufsichtsrat besteht aus drei Mitgliedern. Die Aufsichtsratsmitglieder werden für die Zeit bis zur Beendigung der Hauptversammlung gewählt, die über ihre Entlastung für das vierte Geschäftsjahr nach dem Beginn der Amtszeit beschließt. Das Geschäftsjahr, in dem die Amtszeit beginnt, wird nicht mitgerechnet. Die Wahl des Nachfolgers eines vor Ablauf der Amtszeit ausgeschiedenen Mitglieds erfolgt für den Rest der Amtszeit des ausgeschiedenen Mitglieds.
- (2) Der Aufsichtsrat kann sich eine Geschäftsordnung geben. Er darf Ausschüsse bilden.

§ 8 Vorsitzender und Stellvertreter

- (1) Der Aufsichtsrat wählt im unmittelbaren Anschluss an seine Wahl in einer

Sitzung, zu der es einer besonderen Einladung nicht bedarf, aus seiner Mitte für die Dauer ihrer Amtszeit einen Vorsitzenden und einen Stellvertreter.

- (2) Scheidet der Vorsitzende oder sein Stellvertreter aus, so ist eine Neuwahl für die verbleibende Amtszeit vorzunehmen.

§ 9 Vergütung des Aufsichtsrats

- (1) Die Mitglieder des Aufsichtsrats erhalten neben dem Ersatz ihrer Auslagen für jedes volle Geschäftsjahr ihrer Zugehörigkeit zum Aufsichtsrat eine feste Vergütung in Höhe von EUR 8.000 zuzüglich etwaiger gesetzlicher Umsatzsteuer, zahlbar nach Ablauf des Geschäftsjahres. Aufsichtsratsmitglieder, die dem Aufsichtsrat nicht während eines vollen Geschäftsjahres angehört haben, erhalten die Vergütung zeitanteilig.
- (2) Der Vorsitzende des Aufsichtsrats erhält die doppelte, der Stellvertreter des Vorsitzenden erhält die eineinhalbfache Vergütung nach Abs. 1.

V. Hauptversammlung

§ 10 Ort und Einberufung

- (1) Die Hauptversammlung findet am Sitz der Gesellschaft oder an einem deutschen Börsenplatz statt.
- (2) Die Hauptversammlung wird durch den Vorstand und in den gesetzlich vorgesehenen Fällen vom Aufsichtsrat einberufen.
- (3) Die Einberufung muss mindestens dreißig Tage vor dem Tage der Versammlung erfolgen.
- (4) Die Einberufung erfolgt durch Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger oder durch eingeschriebenen Brief an die im Aktienregister eingetragenen Adressen der Aktionäre.

§ 11 Vorsitz in der Hauptversammlung

- (1) Den Vorsitz in der Hauptversammlung führt der Vorsitzende des

Aufsichtsrates oder ein anderes durch den Aufsichtsrat zu bestimmendes Aufsichtsratsmitglied.

- (2) Der Vorsitzende leitet die Versammlung und bestimmt die Reihenfolge, in der die Gegenstände der Tagesordnung behandelt werden. Er kann das Frage- und Rederecht der Aktionäre angemessen beschränken.

§ 12 Beschlussfassung

- (1) In der Hauptversammlung gewährt eine Aktie eine Stimme. Das Stimmrecht beginnt mit der vollständigen Leistung der Einlage.
- (2) Beschlüsse der Hauptversammlung werden mit einfacher Mehrheit der abgegebenen Stimmen gefasst, soweit nicht nach zwingenden gesetzlichen Vorschriften eine größere Stimmenmehrheit erforderlich ist. Schreibt das Gesetz außer der Stimmenmehrheit eine Kapitalmehrheit vor, so erfolgt die Beschlussfassung, soweit nicht zwingende gesetzliche Vorschriften entgegenstehen, mit einfacher Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenden Grundkapitals.

VI. Jahresabschluss, Schlussbestimmungen

§ 13 Jahresabschluss und ordentliche Hauptversammlung

- (1) Der Vorstand hat innerhalb der gesetzlichen Frist den Jahresabschluss sowie – soweit hierzu eine gesetzliche Pflicht besteht – den Lagebericht für das vergangene Geschäftsjahr aufzustellen und dem Aufsichtsrat vorzulegen. Zugleich hat der Vorstand dem Aufsichtsrat den Vorschlag vorzulegen, den er der Hauptversammlung für die Verwendung des Bilanzgewinns machen will. Der Aufsichtsrat hat den Jahresabschluss, den Lagebericht und den Vorschlag für die Verwendung des Bilanzgewinnes zu prüfen.
- (2) Nach Eingang des Berichts des Aufsichtsrats über das Ergebnis seiner Prüfung hat der Vorstand unverzüglich die ordentliche Hauptversammlung einzuberufen. Sie beschließt über die Entlastung des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie über die Verwendung des Bilanzgewinnes.

§ Gründungsaufwand

Die Gesellschaft trägt die mit ihrer Gründung verbundenen Gerichts- und Notarkosten sowie die Kosten der Veröffentlichung bis zu einem Höchstbetrag von EUR 5.000.

Anmeldung der Gesellschaft zum Handelsregister

An das
Amtsgericht Charlottenburg
- Handelsregister -
Amtsgerichtsplatz 1
14057 Berlin

Neueintragung in Abteilung B: XYZ-AG mit Sitz in Berlin

I.

Wir, die unterzeichnenden Gründer, Mitglieder des Vorstands und Mitglieder des Aufsichtsrats überreichen Folgendes:

1. eine Ausfertigung der notariellen Urkunde vom 22.9.2009 (UR-Nr. 100/2009 des Notars N in Berlin) mit dem Gründungsprotokoll, der Feststellung der Satzung, der Übernahme der Aktien durch die Gründer, der Errichtung der Gesellschaft und der Bestellung der Mitglieder des ersten Aufsichtsrats,
2. Protokoll der ersten Aufsichtsratssitzung vom 22.09.2009 über die Bestellung des Vorstands,
3. Gründungsbericht der Gründer,
4. Prüfungsbericht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats,
5. Bestätigung der X-Bank AG in Berlin vom 28.09.2009 über die Einzahlung des Betrages von EUR 50.000 auf ein Konto der Gesellschaft sowie die Bestätigung, dass dieser Betrag endgültig zur freien Verfügung des

Vorstands steht,

6. Nachweis über die vom eingezahlten Betrag bezahlten Gebühren.

Zur Eintragung in das Handelsregister melden wir die XYZ AG mit Sitz in Berlin an. Gründer der Gesellschaft sind Herr A und Herr B. Gegenstand des Unternehmens sind die Herstellung und der Vertrieb von _____

Mitglieder des ersten Aufsichtsrates sind Frau C,, Herr D,, sowie Herr E, (Personalien, jeweils mit Berufsangabe). Herr D ist zum Vorsitzenden, Frau C zur stellvertretenden Vorsitzenden des Aufsichtsrats gewählt worden.

Mitglieder des Vorstands sind die Herren Dr. Peter Müller, Und Dr. Wolfgang Maier,..... (Personalien)

II.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 50.000 und ist eingeteilt in 50.000 Stückaktien. Alle Aktien lauten auf den Namen. Die Aktien wurden dem verhältnismäßigen Anteil am Grundkapital entsprechend gegen Bareinlage von EUR 1,00 je Aktie ausgegeben. Auf jede Aktie ist der eingeforderte Betrag von je EUR 1,00 in voller Höhe auf das Konto der Gesellschaft bei der X-Bank AG eingezahlt. Der eingezahlte Betrag von insgesamt EUR 50.000 steht, soweit er nicht bereits zur Bezahlung der bei der Gründung angefallenen, gemäß § 14 der Satzung von der Gesellschaft zu tragenden Gebühren verwendet wurde, endgültig zur freien Verfügung des Vorstands.

III.

Abstrakte Vertretungsbefugnis: Ist nur ein Vorstandsmitglied bestellt, so vertritt dieses die Gesellschaft allein. Besteht der Vorstand aus mehreren Personen, wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten.

Konkrete Vertretungsbefugnis: Jedes der Vorstandsmitglieder Dr. Müller und Dr.

Meier vertritt die Gesellschaft gemeinsam mit einem anderen Mitglied des Vorstands oder mit einem Prokuristen.

Die Vorstandsmitglieder zeichnen ihre Unterschrift zur Aufbewahrung bei Gericht wie folgt:

(Unterschrift Dr. Müller)
Meier)

(Unterschrift Dr.

IV.

Wir, die unterzeichnenden Mitglieder des Vorstands, versichern, dass keine Umstände vorliegen, die unserer Bestellung nach § 76 III Sätze 3 und 4 AktG entgegenstehen. Wir versichern, dass wir niemals wegen einer Straftat nach den §§ 283 bis 283d des Strafgesetzbuches verurteilt worden sind und dass uns nicht durch gerichtliches Urteil oder vollziehbare Entscheidung einer Verwaltungsbehörde die Ausübung eines Berufs, Berufszweiges, Gewerbes oder Gewerbebezweiges untersagt ist.

Wir sind durch den beurkundenden Notar über unsere unbeschränkte Auskunftspflicht gegenüber dem Gericht belehrt worden.

Die Geschäftsräume der Gesellschaft befinden sich in..... (genaue Anschrift).

Berlin, den 7.10.2009

(Unterschriften)

(Beglaubigungsvermerk des Notars)

Literaturverzeichnis

Bücher

Balz, Ulrich: Going Public. 1. Aufl. München : R. Oldenbourg, 2001.

Ek, Ralf ; von Hoyenberg, Philipp: Aktiengesellschaft. 2. Aufl. München : DTV, 2006.

Buck-Heeb, Petra: Kapitalmarktrecht. 3. Aufl. Heidelberg : C.F. Müller, 2009.

Schlienkamp, Christoph: Kapitalmarktstrategie. 1. Aufl. Wiesbaden : GWV, 2006.

Sammelwerke, Zeitschriften

Weber, Axel A.: Perspektiven für den deutschen Finanzmarkt.
Im: Vortrag auf dem Steuerberaterkongress. – Hamburg. – 2009,

Internetquellen

Möllers T. (2009), http://www.jura.uni-augsburg.de/fakultaet/lehrstuehle/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/FRUG/

o.V. (2009), http://de.wikipedia.org/wiki/Niederl%C3%A4ndische_Ostindien-Kompanie

o. V. (2009), http://de.wikipedia.org/wiki/Neuer_Markt

o. V. (2009), <http://de.wikipedia.org/wiki/EFQM-Modell>

o. V. (2009), http://de.wikipedia.org/wiki/Entry_Standard

o. V. (2009), http://de.wikipedia.org/wiki/Multilaterales_Handelssystem

o. V. (2009), <http://de.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>

o. V. (2009), http://www.bafin.de/cln_115/nn_722564

o. V. (2009), <http://de.wikipedia.org/wiki/Jahresabschluss>

o. V. (2009), <http://de.wikipedia.org/wiki/IFRS>

o. V. (2009), http://de.wikipedia.org/wiki/US_GAAP

o. V. (2009), <http://de.wikipedia.org/wiki/Hauptversammlung>

o. V. (2009), <http://de.wikipedia.org/wiki/Aktiengesellschaft>

o. V. (2009), [http://de.wikipedia.org/wiki/Aktiengesellschaft_\(Deutschland\)](http://de.wikipedia.org/wiki/Aktiengesellschaft_(Deutschland))

- o. V. (2009),** http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure
- o. V. (2009),** http://www.bpb.de/wissen/N202PW,0,0,Die_gr%F6%DFten_Aktienb%F6rsen.html
- o. V. (2009),** http://www.bpb.de/wissen/0ZUWM5,0,0,Konzentration_des_Aktienhandels.html
- o. V. (2009),** <http://www.anleger-lexikon.de/wissen/peer-group.php>
- o. V. (2009),** <http://www.wienerborse.at/beginner/pro/analyse.html>
- o. V. (2009),** <http://de.wikipedia.org/wiki/Insiderhandel>
- o. V. (2009),** http://de.wikipedia.org/wiki/Due_Diligence
- o. V. (2009),** <http://de.wikipedia.org/wiki/Gesch%C3%A4ftsplan>
- o. V. (2009),** http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/40_Market_Participants/10_All_FWB_Participants
- o. V. (2009),** http://de.wikipedia.org/wiki/Stille_Beteiligung
- Vogt, E. (2009),** <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=44&NewsID=79>

Eigenständigkeitserklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorstehende Seminararbeit mit dem Titel:

Börsegang eines Unternehmens unter rechtlichen Gesichtspunkten

selbstständig verfasst und keine anderen als die angegebenen Hilfsmittel benutzt habe. Die Stellen, die anderen Werken dem Wortlaut oder dem Sinn nach entnommen wurden, habe ich in jedem einzelnen Fall durch die Angabe der Quelle, auch der benutzten Sekundärliteratur, als Entlehnung kenntlich gemacht

Ort/Datum

Unterschrift